



Luisa Andrade Leal Passos

AS RELAÇÕES NEGOCIAIS ENTRE SÓCIOS FUNDADORES E INVESTIDORES EM *STARTUPS*

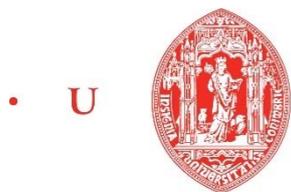
Dissertação de Mestrado na Área de Especialização em
Ciências Jurídico-Empresariais/Menção em Direito
Empresarial, apresentada à Faculdade de Direito da
Universidade de Coimbra.

Orientador: Professor Doutor Jorge Manuel Coutinho de
Abreu

Julho/2018



UNIVERSIDADE DE COIMBRA



• U • C •

FDUC FACULDADE DE DIREITO
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

Luisa Andrade Leal Passos

AS RELAÇÕES NEGOCIAIS ENTRE SÓCIOS FUNDADORES E INVESTIDORES
EM *STARTUPS*

BUSINESS RELATIONS BETWEEN FOUNDERS AND INVESTORS AT
STARTUPS

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra no âmbito do 2.º Ciclo de Estudos em Direito, conducente ao grau de Mestre, na Área de Especialização em Ciências Jurídico-Empresariais/Menção Direito Empresarial.

Orientador: Professor Doutor Jorge Manuel Coutinho de Abreu

Coimbra, 2018

AGRADECIMENTOS

A dedicação à vida acadêmica é bastante estimulante e enriquecedora. Porém, não é das tarefas mais fáceis, requer muita dedicação e empenho, especialmente quando a proposta é estudar em outro país que não o seu de origem e residência. Os desafios foram dos mais diversos e a saudade, com certeza, foi o maior deles, acompanhando, proporcionalmente, a distância de casa.

E não poderia ser diferente, foi e é em casa o meu maior e constante aprendizado. Aos meus pais, Rita de Cássia Andrade Leal e João Carlos Machado Passos, a minha infinita gratidão e o meu eterno amor. Vocês são a minha maior referência, fonte de inesgotável admiração e orgulho para mim. Obrigada por todo o cuidado, atenção e valores transmitidos, assim como pelo incentivo e apoio incondicional.

Agradeço, também, à minha querida vovó Maria da Dapaz, por todo carinho, proteção e torcida, assim como à minha amada irmã, Marina Passos, aos meus familiares, primos, primas, tios, tias, em especial à minha madrinha Fátima Leal e minha benquista tia Helcy Passos, e todos os amigos pelo encorajamento e afeto manifestado.

E a minha grandiosa gratidão às amizades aqui formadas. Foram estas que tornaram toda a experiência ainda mais incrível, divertida e inesquecível. Sem dúvidas, foram dias jamais antes pensados, mas de inestimável significado, que terão lugar guardado nas minhas melhores lembranças.

Ao meu Orientador, professor doutor Jorge Manuel Coutinho de Abreu, pela confiança depositada, assim como pela prestatividade, atenção e sabedoria compartilhada.

Por fim, à Coimbra, ao carrossel de emoções; mais uma jornada concluída e mais uma convicção reafirmada: a predileção pela beleza da curva à certeza da reta.

RELAÇÕES NEGOCIAIS ENTRE FUNDADORES E INVESTIDORES EM *STARTUPS*

Resumo: O presente trabalho tem como escopo principal a análise das relações negociais entre sócios fundadores e investidores em *startups*, a partir do exame de formas alternativas de capitalização empresarial, distintas do sistema bancário tradicional. Para tanto, inicialmente, serão explorados os conceitos dos institutos jurídicos, mediante, inclusive, a contextualização fática e exemplificativa de casos e dados concretos. Ato contínuo, passar-se-á à diferenciação das fases de maturação da *startup*, no que tange, especialmente, às oportunidades de captação de investimento, seja através de processos seletivos para uma incubação ou aceleração, ou através da atração de investidores por meio do capital de risco. Nesse sentido, serão apresentados os modelos contratuais de investimento largamente utilizados no âmbito das *startups*, com a apresentação das variantes, se por meio de capital de risco ou capital alheio, ou até mesmo mediante instrumentos híbridos, desenvolvidos para acomodar as particularidades que envolvem as negociações. Por conseguinte, abordar-se-á um paralelo entre a conveniência da estipulação estatutária ou parassocial de cláusulas contratuais que assegurem e confirmem segurança jurídica e fiabilidade às *startups*, com a definição das avenças mais relevantes, sendo apontadas as vantagens e desvantagens em cada uma delas, assim como a pertinência para cada parte da relação negocial. Destarte, o trabalho pretende apontar a adequação das vias preventivas de resolução de conflitos societários entre sócios fundadores e investidores, dada a dinâmica de uma *startup*, sobretudo em vista da inovação e disrupção do produto colocado em mercado, visando equilibrar o cenário de incerteza em que está inserida, a fim de que a sociedade demonstre credibilidade e pacificidade, de modo a permitir a aproximação e angariação de investidores.

Palavras-chave: *Startups*, investidores, sócio fundador, capitalização empresarial, financiamento alternativo, incubação, aceleração, *business angel*, capital de risco, cláusulas de resolução de conflitos, contratos de investimento, atuação preventiva.

BUSINESS RELATIONS BETWEEN FOUNDERS AND INVESTORS AT STARTUPS

Abstract: The main scope of the current work is the analysis of business relations between founding-partners and investors in startups through the exam of alternative forms of entrepreneurial capitalization, different from the traditional bank system. Initially, it will be explored the concepts of legal institutes, including an empirical contextualization as concrete cases and data. Later on, the matured stages of the startup company will be differentiated, especially on the opportunities to attract investments, either through selective processes for incubation or acceleration, or drawing investors into venture capital. Hence, widely used contractual investment samples will be displayed along the alternatives developed in order to accommodate the particularities of negotiations, whether through venture or debt capital, or even through hybrid instruments. Accordingly, a parallel will be drawn between the convenience of statutory or shareholders agreement stipulation of contractual clauses and the relevance of each party of the business relationship, intersecting legal certainty and liability to startups, with the definition of the most relevant agreements, identifying advantages and disadvantages for each of them, as well as. Thereon, this work strives to identify the adequacy of preventive courses on resolving corporate conflicts between founding partners and investors, given the dynamics of a startup. Especially bearing in mind innovation and disruption of the product placed on the market, it seeks to balance the uncertainty scenario in which the relationship is inserted, resulting in the appeasement of internal relationships and a higher credibility for attracting potential investors.

Keywords: Startups, investors, shareholders, founding partners, entrepreneurial capitalization, alternative financing, raising investment, incubation, acceleration, venture capital, corporate conflicts, contractual investment, preventive.

LISTA DE SIGLA E ABREVIATURAS

CCiv – Código Civil

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

EUA – Estados Unidos da América

FCR – Fundos de Capital de Risco

FES – Fundos de Empreendedorismo Social

FIAE – Fundo de Investimento Alternativo Especializado

IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação

ICR – Investidor em Capital de Risco

KISS – *Keep It Simple Security*

OICR – Organismos de Investimos em Capital de Risco

PME – Pequena e Média Empresa

RJCR – Regime Jurídico do Capital de Risco

RJFC – Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo

ROFO – *Right Of First Offer*

ROFR – *Right Of First Refusal*

SAFE – *Simple Agreement For Future Equity*

SCR – Sociedade de Capital de Risco

SES – Sociedades de Empreendedorismo Social

SIAE – Sociedades de Investimento Alternativo Especializado

UE – União Europeia

UP – Unidades de Participação

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO	8
2. AS STARTUPS	13
3. INVESTIMENTOS ALTERNATIVOS	17
3.1. Incubadora.....	20
3.2. Aceleradora	21
3.3. Capital de Risco	24
3.4. <i>Business Angel</i>	31
3.5. <i>Equity-Crowdfunding</i>	33
4. NEGÓCIOS JURÍDICOS ENTRE FUNDADORES E INVESTIDORES	38
4.1. CONTRATOS DE INVESTIMENTO.....	40
4.1.1. Participação societária (<i>equity</i>).....	40
4.1.2. Mútuo conversível	41
4.1.3. <i>Simple Agreement For Future Equity</i> – SAFE	42
4.1.4. <i>Keep It Simple Security</i> – KISS	43
4.2. PREVISÃO ESTATUTÁRIA VS. ACORDO PARASSOCIAL	44
4.2.1. Cláusulas de preferência	49
4.2.2. <i>Buy or Sell (Shotgun / Russian Roulette)</i>	52
4.2.3. <i>Lock up</i>	53
4.2.4. <i>Drag Along</i>	54
4.2.5. <i>Tag Along</i>	55
4.2.6. Confidencialidade	56
4.2.7. Não concorrência	57
5. CONCLUSÃO	58
6. BIBLIOGRAFIA	64

1. INTRODUÇÃO

Seja pelo modo revolucionário com que transformam as utilidades, os serviços e os negócios à nossa volta, seja pela maneira que vêm remodelando o ecossistema empreendedor até então instituído no mundo, muito tem se falado, na atualidade, sobre as *startups*. No entanto, como distinguir uma *startup* de uma sociedade comercial padrão?

A expressão *startup* é de origem norte-americana e foi difundida no final da década de 90 em referência às empresas que, com baixos custos de manutenção, conseguiam resultados de forma rápida e lucros cada vez maiores¹.

Ilustrativamente, importa sinalizar duas empresas que se destacam no cenário das *startups*, cujo crescimento exponencial, tanto no aspecto de vendas, quanto de funcionários e valor de mercado, aliado à inovação e disrupção de mercado, fez com que ficassem reconhecidas como os casos mais memoráveis do empreendedorismo, permitindo a transcendência do meio digital para o ambiente físico, a *Uber* e a *Airbnb*.

Embora seja mundialmente reconhecida como uma das maiores redes hoteleiras, a *Airbnb* não possui sequer um único quarto de hotel. A *Uber*, por sua vez, uma das maiores empresas do ramo automotivo, não possui qualquer veículo próprio² para os serviços de viagens, tampouco reconhece a relação de emprego com os motoristas profissionais. E, tudo isso, conforme Brad Stone, inicialmente, com poucos recursos físicos e financeiros, descortinando um novo modelo de negócio³.

Em contrapartida, para outras instituições, *startup* pode ser o conceito de qualquer empresa em seu período inicial.⁴

¹ Yuri Gitahy é investidor-anjo, conselheiro de empresas de tecnologia e fundador da Aceleradora, que apoia *startups* com gestão e capital semente. *Start ups, Investidor-Anjo, Aceleradoras e Incubadoras*. Disponível em: <<https://demostenesfarias.files.wordpress.com/2013/01/startups-investidor-anjo-aceleradora-e-incubadora.pdf>>. Acesso em: 26 de jan. 2018.

² Exceção à afirmação é a pequena frota experimental de carros autônomos.

³ STONE, Brad. *As Upstarts*. Tradução de Berilo Vargas. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2017. p. 15.

⁴ A coluna Economia do jornal Sapo revela que o instituto *Informa D&B* “classifica como *startups* as empresas com menos de um ano de atividade, independentemente do sector, e como jovens empresas as que têm entre um e cinco anos.” Disponível em: <http://expresso.sapo.pt/economia/2016-04-06-Nascem-102-startups-pordia-em-Portugal#gs.ubzKL_Y>. Acesso em: 26 de abri. 2018.

Todavia, na atualidade, a expressão *startup* é definida por um modelo de negócio repetível e escalável gerido por um grupo de pessoas que trabalham em condições de extrema incerteza, segundo Yuri Gitahy⁵.

Consonante Eric Ries⁶, a denominação *startup* consiste em “uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza. (...) Uma *startup* é uma instituição, e não um produto, assim, requer um novo tipo de gestão, especificamente constituída para seu contexto de extrema incerteza”⁷.

De acordo com o *Infopédia*, *startup* refere-se à “empresa recém-criada, geralmente, ainda em fase de desenvolvimento do seu modelo de negócio e ligada a um setor de tecnologia inovadora”⁸. O dicionário *Priberam* também define a expressão de modo similar, tal como “empresa ou negócio novo ou em fase de arranque, geralmente de caráter inovador e ligado à tecnologia”⁹.

Destarte, fato é que as *startups* tiveram grande propagação a partir da década de 90, com a fundação do navegador *Mosaic*, da *Yahoo!* e da *Amazon*, ascendendo, sobretudo com a bolha especulativa da internet (ponto com/*dot com*)¹⁰, cenário em que muitos empreendedores vislumbraram, por meio da tecnologia, via *internet*, um meio diferenciado de fazer negócios, possibilitando a disseminação do ambiente virtual para o meio físico, rompendo paradigmas da velha economia.¹¹

As *startups*, portanto, são um conjunto de fatores e circunstâncias peculiares: sociedades empresárias fundadas com baixo capital social, geridas por um grupo de

⁵ GITAHY, Yuri. Op. cit. Disponível em: <<https://demostenesfarias.files.wordpress.com/2013/01/startups-investidor-anjo-aceleradora-e-incubadora.pdf>>. Acesso em: 26 jan. 2018 p. 1.

⁶ Eric Ries é empreendedor residente da Harvard Business School, vencedor do prêmio TechFellow, cofundador da IMVU, empresa de entretenimento social online com 40 milhões de usuários registrados e criador da metodologia *startup enxuta*.

⁷ RIES, Eric. *A Startup Enxuta*. Tradução de Carlos Szlak. Rio de Janeiro: Leya Casa da Palavra, 2012. p. 7.

⁸ O conceito em tela foi retirado do dicionário Infopédia da Língua Portuguesa com Acordo Ortográfico, disponível em: <<https://www.infopedia.pt/dicionarios/lingua-portuguesa/startup>>, acesso em: 23 out. 2017.

⁹ Disponível em: <<https://www.priberam.pt/dlpo/startup>>. Acesso em: 23 out. 2017.

¹⁰ A bolha da Internet ou bolha das empresas ponto com foi uma bolha especulativa criada no final da década de 1990, caracterizada por uma forte alta das ações das novas empresas de tecnologia da informação e comunicação (TIC) baseadas na Internet. Essas empresas eram também chamadas "ponto com" (ou "dot com"), devido ao domínio de topo ".com" constante do endereço de muitas delas na rede mundial de computadores. O período foi marcado pela criação - e, em muitos casos, fracasso - de novas empresas baseadas na Internet, geralmente designadas como "ponto com". As empresas perceberam que os preços de suas ações disparariam se simplesmente fosse adicionado ao seu nome o prefixo "e-", que um autor denominou “prefixo do investimento”, ou o sufixo ".com": MASNICK, Mike. *Nanotech Excitement Boosts Wrong Stock*. Disponível em: <<https://www.techdirt.com/articles/20031204/0824235.shtml>>. Acesso em: 23 out. 2017.

¹¹ FEILGSON, Bruno; FONSECA, Victor Cabral; NYBO, Erick Fontelene. *Direito das Startups*. Livro Digital E-pub. Editora Saraiva; São Paulo, 2018, p. 19.

empreendedores que atuam em um cenário de elevada incerteza do modelo de negócio que, via de regra, é mantido através de uma plataforma digital, pela internet, com perspectiva de alto escalonamento e repetição, sem, contudo, alterar significativamente os custos.

A par desse cenário de instabilidade e imprecisão que permeia as *startups*, existem alguns mecanismos que conferem maior segurança e imprimem um aspecto pacificador em caso de conflitos entre os sócios e eventuais investidores.

Haja vista a sociedade ser formada com um baixo capital social, as *startups*, correntemente, aventuram-se em busca de investidores para sustentar o deslanche e/ou a multiplicação do seu crescimento, passando, por vezes, por um ciclo de amadurecimento, a fim de materializar a concepção da ideia para implementá-la no mercado.

Dados de um jornal em Portugal apontam que 32% (trinta e dois por cento) *startups* encerram as atividades no período de um ano e apenas 42% (quarenta e dois por cento) dessas *startups* sobreviventes é que alcançam os 05 (cinco) anos de existência, sendo citada a falta de financiamento como um dos principais problemas para a manutenção das atividades empresariais.¹²

Como forma de superar essa carência, surgem as etapas de desenvolvimento comercial do produto e intensificação das relações de mercado com vistas à angariação de investimento. Nesse cenário, as incubadoras, aceleradoras e o capital de risco ganham destaque, posto que, ao passo em que criam uma rede de relacionamentos, prestam consultoria, mentoria de negócio, também aplicam capital na sociedade em desenvolvimento, em troca de participação nos resultados, bem como na expectativa de lucro quando do estabelecimento da *startups* no mercado, afastando-se de qualquer caráter filantrópico ou assistencialista¹³.

Para além dessas ferramentas de auxílio no *business* das *startups*, o investimento alternativo consubstancia uma fonte estratégica para a capitalização empresarial desse formato de sociedades empresariais, na medida em que oferecem uma solução para a constituição, desenvolvimento e crescimento das empresas, frente ao tradicional sistema bancário e suas rigorosas exigências.

¹² Nunes, Diogo Ferreira. *Um terço das startups fecha ao fim de um ano*. Disponível em: <<https://www.dinheirovivo.pt/fazedores/um-terco-das-startups-fecha-ao-fim-de-um-ano/>>. Acesso em: 10 de junho de 2018.

¹³ START-UP BRASIL. *Diferenças entre incubação e aceleração*. Disponível em: <<http://www.startupbrasil.org.br/2013/09/26/diferencas-entre-incubacao-e-aceleracao/>>. Acesso em: 07 mar. 2018.

Todavia, com a atração de investidores, e a depender do modelo de contrato de investimento realizado entre as partes, por vezes, não é incomum a divergência em relação ao propósito do negócio, em razão do constante opinativo emitido por estes, o que resulta em conflitos societários.

Diante desse contexto da participação atuante de investidores, sobrevém a necessidade de um comportamento preventivo por parte dos sócios fundadores, através da estruturação jurídica das relações negociais com prospectos investidores, seja por meio da elaboração de um estatuto social bem articulado, e/ou por meio de acordos parassociais e contratos de investimentos adequadamente formulados – instrumentos que se apresentam como solução para prevenir e dirimir eventuais conflitos que possam surgir durante a execução e direção do modelo de negócio.

Com vistas à complementariedade do assunto, em razão dos critérios para a capitalização empresarial das *startups* serem, em parte, distintos das sociedades comerciais padrão, analisar-se-á alguns institutos de índole subjetiva, tal como a *affectio societatis*¹⁴, o propósito do negócio e o fim social, pretendendo demonstrar a relevância destes em um ambiente no qual a boa reputação e a imagem são tão decisivos quanto a segurança de uma garantia e demais aspectos formais.

Embora a *affectio societatis* sofra demasiada crítica no direito empresarial, seus conceitos e reflexos imprimem abundante repercussão sobre o instituto e seus possíveis desdobramentos no direito societário, sobretudo frente ao conturbado posicionamento dos tribunais sobre a matéria.

Isto porque, refere-se ao *bona fideis societatis*, que “é o elemento subjetivo, intencional, que denota a vontade, por parte do sócio, de contrair e permanecer na sociedade”¹⁵, além do *animus*, “a intenção, a vontade dos sócios, da união e da aceitação das normas de constituição e funcionamento da sociedade”¹⁶.

Em paralelo, cumpre ressaltar que a *affectio societatis* é um elemento inerente às sociedade de pessoas, característica típica do momento do nascimento de uma *startup*, posto

¹⁴ Para Fran Martins, a definição da *affectio societatis* é o liame subjetivo que une os sócios para a consecução do objetivo social: MARTINS. Fran. *Curso de Direito Comercial*. 30ª ed. atualizada por Carlos Henrique Abrão. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 173.

¹⁵ AQUINO, Leonardo Gomes. *Affectio Societatis nas sociedades*. Disponível em: <<http://estadodedireito.com.br/affectio-societatis-nas-sociedades/>>. Acesso em: 06 set. 2017.

¹⁶ Ibid. Loc. cit. Acesso em: 06 set. 2017.

que os sócios fundadores são escolhidos de comum acordo e para atingirem um objetivo comum, qual seja o modelo de negócio inovador.

Sob outra ótica, também merecem proteção os investidores, visto que aportarão numerário para o desenvolvimento do negócio, razão pela qual precisam de um terreno seguro, transparente e desembaraçado para financiar a *startup*, situação que se defronta com a assimetria de informação nos investimento de capital de risco.

Diante desse conjunto de questões e, com vistas a propiciar um ambiente de menores incertezas e inseguranças, soblevam algumas cláusulas estatutárias e contratuais que propõem neutralizar possíveis conflitos internos entre sócios e entre os sócios e os investidores.

E discorrer-se-á sobre a importância da pactuação via cláusulas estatutárias, quando possível, exatamente pela natureza pública do estatuto social, documento que, ao contrário do acordo parassocial – que é intramuros, via de regra, não publicizado para terceiros não sócios –, pode ser facilmente acessado e consultado por qualquer propenso investidor, o qual, tomando ciência das regras jurídicas preventivas e pacificadoras, irá se certificar da credibilidade e idoneidade do negócio.

As cláusulas de preferência em venda de ações (*right of first refusal* e *right of first offer*), *tag along*, *drag along*, *buy or sell* (*shotgun* ou *russian roulette*), *lock up*, são exemplos de pactuações que apresentam alternativas para solução de impasses entre sócios, para acordos de bloqueio e opção de compra e venda de quotas, importadas do direito anglo-saxão.

Nessa perspectiva, serão analisadas as respectivas cláusulas, a partir da sua contextualização fática correlata às peculiaridades das *startups*, suas vantagens e desvantagens, bem como as suas utilidades e limitações.

Por fim, serão abordados os contratos de investimento mais utilizados atualmente, que podem, inclusive, apresentar uma feição híbrida, entre capital alheio e capital próprio, e suas repercussões na capitalização das *startups*.

2. AS STARTUPS

Direcionado o entendimento para o ordenamento jurídico português, convém ressaltar a conceituação da sociedade comercial, a qual está disposta no artigo 980.º do Código Civil e no artigo 1.º, n.º 2, do Código das Sociedades Comerciais.

O Código Civil disciplina a sociedade como a junção de duas ou mais pessoas que exerçam atividade econômica profissional, proveniente de bens ou serviços, com a finalidade de repartição de lucro entre os sócios em decorrência de tal atividade.

Complementarmente, o Código das Sociedades Comerciais regulamenta que a sociedade comercial tem por objeto a prática de atos de comércio e adota, necessariamente, um dos quatro tipos societários: a) sociedade em nome coletivo, b) sociedade por quotas, c) sociedade anônima, e d) sociedade em comandita, na modalidade simples ou por ações. Desse modo, prevalece nesse particular, o princípio da tipicidade, na medida em que uma sociedade somente poderá assumir um desses tipos previstos na norma.

A *startup*, por sua vez, na qualidade de sociedade empresária, deve adotar um dos quatro tipos societários, posto que é um elemento indispensável no estatuto social para a sua constituição.

De acordo com o relatório do *Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação – a IAPMEI*¹⁷ –, do Observatório de Criação de Empresas, de 2007, “as *startups* portuguesas são, majoritariamente, constituídas na forma de sociedade por quotas, e possuem, em média, dois sócios”¹⁸.

Em consideração a esse cenário, centralizar-se-á, destarte, o presente trabalho em conformidade com a realidade portuguesa, convergindo o estudo para as *startups* constituídas na forma de sociedade por quotas.

Nesse particular, convém salientar as características que distinguem uma *startup* de uma sociedade empresária comum.

¹⁷ Tal estudo indica, ainda, que as *startups* iniciam a sua atividade com capital social diminuto e já ocupam praticamente todos os setores de atividade. Metade das *startups* tem no mercado local a sua principal fonte de receitas, 46,8% das empresas recém constituídas preveem realizar pelo menos metade da sua faturação a menos de vinte e cinco quilômetros da sua sede no primeiro ano, sendo que 21,3% vão operar exclusivamente a nível local.

¹⁸ TRINDADE, Hugo Alexandre. *De forma simples o que é uma Startup?*. Disponível em: <<https://www.hugoalexandretrindade.com/de-forma-simples-o-que-e-uma-startup/>>. Acesso em: 13 mar. 2018.

Na preleção de Yuri Gitahy, a expressão *startup, a priori*, “significava um grupo de pessoas trabalhando com uma ideia diferente que, aparentemente, poderia fazer dinheiro”¹⁹.

Em uma concepção mais abrangente, define-se por *startups* as “empresas em fase inicial que desenvolvem produtos ou serviços inovadores, com potencial de rápido crescimento”²⁰.

Complementarmente, o autor traduz que a essência da expressão *startup* é “um grupo de pessoas à procura de um modelo de negócios repetível e escalável, trabalhando em condições de extrema incerteza”²¹.

Na França, a legislação define como *startup* a empresa com constituição inferior à 08 (oito) anos, seja microempresa ou de pequeno porte e sua composição societária tenha ao menos 50% (cinquenta por cento) das quotas ou ações por empreendedores ou fundo de capital de risco. Na Letônia, as condições são que a *startup* seja inovadora, constituída a até 05 (cinco) anos, com faturamento inferior aos € 200.000 (duzentos mil euros) nos dois primeiros anos, que metade dos gastos da *startup* sejam direcionados para pesquisa e desenvolvimento, além de que 70% (setenta por cento) dos colaboradores tenham mestrado ou doutorado.²²

Em Portugal, Maria Elisabete Ramos assegura que a expressão *startup* contempla um negócio novo em fase de arranque, mas não indica qualquer empresa que esteja a iniciar suas atividades no mercado. Para a jurista, a definição está intimamente vinculada às empresas inovadoras, disruptivas e com alto potencial de crescimento e, em razão de tais características, estão, muitas vezes, associadas ao ramo das tecnologias de informação²³.

Diante dessa contemporânea acepção da expressão, podem-se extrair alguns conceitos e elementos intrínsecos de uma *startup*, isto é, a repetição, a escalabilidade, a condição de incerteza e o modelo de negócio.

¹⁹ GITAHY, Yuri. Op. cit. Disponível em: <<https://demostenesfarias.files.wordpress.com/2013/01/startups-investidor-anjo-aceleradora-e-incubadora.pdf>>. Acesso em: 26 jan. 2018.

²⁰ ABSTARTUPS. *Tudo que você precisa saber sobre startups*. Disponível em: <<https://abstartups.com.br/2017/07/05/o-que-e-uma-startup/>>. Acesso em: 23 abr. 2018.

²¹ Ibid. Loc. cit. Acesso em: 23 abr. 2018.

²² FEILGSON, Bruno; FONSECA, Victor Cabral; NYBO, Erick Fontelene. *Direito das Startups*. Livro Digital E-pub. Editora Saraiva; São Paulo, 2018, pp. 21 e 22.

²³ RAMOS, Maria Elisabete. *Direito Comercial e das Sociedades: Entre as Empresas e o Mercado*. Coimbra: Almedina, 2018. p. 156.

Analisando inicialmente o modelo de negócio, sob a perspectiva de *startup* como a combinação das definições supramencionadas, há de se considerar dois pontos indispensáveis para a estrutura do modelo de negócio: a inovação e a geração de valor.

O modelo de negócio apresentado pela *startup* deve apresentar algum elemento de diferenciação dos modelos já existentes no mercado, assim como demonstrar de forma determinante qual a forma de geração de valor para o negócio e para a sociedade, a *raison d'être*.

O produto ou serviço deve apresentar algum aspecto inovador no ramo de atividade e expressar qual a forma disruptiva que irá se difundir no mercado²⁴. Entretanto, o modelo de negócio de uma *startup*, embora criterioso, não é formulado de maneira estática, exaustiva e complexa tal como o de uma sociedade empresária comum.

Descrição de fonte de receitas, do produto, dos clientes, dos concorrentes, dos custos e despesas, das atividades principais e secundárias, da estratégia de marketing e penetração no mercado são conteúdos fundamentais para o teste e validação do modelo de negócio no mercado, sem, contudo, a elaboração de um complexo e esgotante plano financeiro, de marketing, de trabalho, de operações, entre outros segmentos.

E tal circunstância ocorre, em especial, diante do cenário de extrema incerteza em que as *startups* estão inseridas.

A compreensão simplificada e resumida do plano de negócio de uma *startup* é de relevante serventia, pois é possível alterar e providenciar diligentes reformulações de acordo com o movimento do mercado, até que a *startup* esteja consolidada no mercado, já disponha de receitas expressivas e se prove sustentável, visto que “não há como afirmar se aquela ideia ou projeto de empresa irão realmente dar certo”²⁵.

Repetição é a possibilidade do produto ou serviço ser replicável de forma não complexa ou sem a necessidade de que a reprodução careça dos mesmos recursos financeiros

²⁴ OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de. As recentes tendências da FinTech: disruptivas e colaborativas. In: CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira (coord.). *FinTech: Desafios da Tecnologia Financeira*. Coimbra: Almedina, 2017. pp. 61-63, defende uma diferenciação entre disrupção e inovação. Para a autora, as tecnologias disruptiva são sempre inovadoras, mas nem toda inovação é disruptiva. Ato contínuo, argumenta que, para que a inovação atinja o *status* de disrupção, é necessário ser reconhecido três elementos: capacidade de mudança, potencial substitutivo e impacto estrutural. Por fim, exemplifica que foi o que, de fato, ocorreu com a Blockbuster ao não antecipar o potencial disruptivo da Netflix, ao surgimento desta em 1997, bem como não reagir de forma vigorosa à nova tendência inovadora, o que resultou na sua decadência.

²⁵ GITAHY, Yuri. Op. cit. Disponível em : <<https://demostenesfarias.files.wordpress.com/2013/01/startups-investidor-anjo-aceleradora-e-incubadora.pdf>>. Acesso em: 26 de jan. 2018. p. 1.

e mão de obra. É a viabilidade de entregar ao cliente o mesmo serviço ou produto, sem necessidade de modificações ou particularizações²⁶.

Para Lucas Bezerra Vieira “é a habilidade de ampliar a sua atuação sem a necessidade de alterar muito o seu produto ou serviço para cada cliente”²⁷.

Em uma análise comparativa, temos a apreciação de dois modelos de venda de filmes: de um lado, o modelo tradicional de comercialização de DVD’s, no qual não é possível vender o mesmo DVD para mais de um cliente, sendo necessário o fabrico de um novo DVD para cada cliente²⁸.

Já em uma perspectiva repetível, temos o serviço de vendagem de filmes por *streaming*²⁹, no qual o mesmo filme pode ser vendido *on-line* para diversas pessoas, sem a imprescindibilidade de produção de um novo meio de disponibilização do filme.

O conceito escalabilidade, por sua vez, é intimamente relacionado à “capacidade de crescer, ampliar seu mercado e faturamento sem que haja grande influência no modelo de negócios ou até mesmo nos custos da empresa”³⁰.

Ser escalável, para Gitahy, é a chave de uma *startup*. É a viabilidade do negócio crescer cada vez mais, sem alterar os custos na mesma proporção. Os custos crescem em proporção muito mais lenta que as receitas, o que aumenta significativamente os lucros³¹.

Por conseguinte, em decorrência desse agrupamento de características peculiares é que as *startups* particularizam-se frente às sociedades empresárias comuns em fase inaugural.

E, também, certamente, como corolário de tais fatores é que as *startups* buscam formas de investimento alternativos para implementar, alavancar e difundir o seu negócio.

²⁶ Nesse sentido: GITAHY, Yuri. Op. cit. Disponível em: <<https://demostenesfarias.files.wordpress.com/2013/01/startups-investidor-anjo-aceleradora-e-incubadora.pdf>>. Acesso em: 26 de jan. 2018. p. 1; ABSTARTUP. Loc. cit. Acesso em: 23 abr. 2018.

²⁷ VIEIRA, Lucas Bezerra. *Direito para Startups: Manual Jurídico para Empreendedores*. Natal: Queiroz, Barbosa e Bezerra, 2017. p. 75.

²⁸ Exemplo de GITAHY, Yuri. Op. cit. Disponível em : <<https://demostenesfarias.files.wordpress.com/2013/01/startups-investidor-anjo-aceleradora-e-incubadora.pdf>>. Acesso em: 26 de jan. 2018 p. 1.

²⁹ O serviço de *streaming* é uma tecnologia, disponibilizada via internet, que facilita a difusão de informações multimídia para computadores e outros dispositivos tecnológicos sem comprometer a conexão à internet. A Netflix é a plataforma de streaming vídeo de maior notoriedade no segmento.

³⁰ VIEIRA, Lucas Bezerra. Op. cit. p. 75.

³¹ GITAHY, Yuri. Op. cit. Disponível em : <<https://demostenesfarias.files.wordpress.com/2013/01/startups-investidor-anjo-aceleradora-e-incubadora.pdf>>. Acesso em: 26 de jan. 2018. p. 2.

3. INVESTIMENTOS ALTERNATIVOS

Como já fora mencionado, ainda que de maneira sucinta, as *startups* iniciam suas atividades com baixo capital social, pois, perante a reunião dos fatores que a diferenciam de uma sociedade empresária comum – a saber: (i) condição de incerteza, (ii) repetição, (iii) escalabilidade, (iv) modelo de negócio que gere valor e seja inovador –, não há como assegurar o êxito da ideia disruptiva, razão pela qual os fundadores aportam capital social diminuto e lançam-se no mercado em busca de investimentos alternativos.

No que concerne ao capital social, cumpre asseverar que é elemento indispensável do contrato social, tal como prevê o artigo 9.º, “j”, do CSC.

Jorge Manuel Coutinho de Abreu esclarece que a corrente tradicional estipula que “o capital social é a cifra representativa da soma (dos valores) das entradas dos sócios”³², conquanto seja uma concepção, segundo o próprio jurista, imprópria.

O insigne jurista defende que o capital social é a “cifra representativa da soma dos valores nominais das participações sociais fundadas em entradas em dinheiro e/ou espécie”³³.

Ademais, salienta para além da função de ordenação, na medida que estipula deveres e direitos³⁴, permite uma avaliação econômico-financeira³⁵, garantia para os credores sociais e financiamento da sociedade.

No que concerne às funcionalidades do capital social, merecem destaque no presente estudo as duas últimas finalidades: a garantia para os credores sociais e o financiamento da sociedade.

A garantia para os credores sociais está intimamente relacionada com o princípio da intangibilidade do capital social, bem como à “proibição do patrimônio social líquido se

³² ABREU, Jorge Manuel Coutinho. *Curso de Direito Comercial: Das sociedades*. 5ª ed. v. II. Coimbra: Almedina, 2015. p. 403.

³³ Ibid. p. 403. No mesmo sentido, MARTINS, Alexandre Soveral. Notas sobre os acordos parassociais relativos à transmissão de ações. In: OTERO, Paulo; ARAÚJO, Fernando; GAMA, João Taborda da (org.). *Estudos em Memória do Prof. Doutor J. L. Saldanha Sanches*. Coimbra: Coimbra Editora, 2011. p. 35.

³⁴ Via de regra, os sócios partilham os lucros e as perdas sociais na exata medida da sua participação no capital social, conforme o art. 22.º do CSC. ABREU, Jorge Manuel Coutinho. *Curso...*, op. cit. p. 407.

³⁵ Ao menos uma vez por ano as sociedades empresárias realizam um balanço para aferir a situação econômico-financeira, ocasião em que utilizam o capital social como um dos parâmetros para verificar lucros ou perdas. Se o patrimônio líquido for superior ao capital social, conclui-se pela obtenção de lucro pela sociedade, caso contrário, a sociedade apresentou perdas. Todavia, é possível realizar o balanço sem o parâmetro do capital social, confrontando o ativo e passivo. Ibid. p. 408.

tornar inferior ao valor do capital e reservas legais e estatutárias em virtude de distribuições de bens aos sócios”³⁶.

Todavia, a crítica do ilustre professor é que, ainda assim, a garantia para credores não é boa o suficiente, posto que o capital social pode ser estipulado em montante diminuto, não servindo de grande utilidade para os credores.

Já sobre a funcionalidade de financiamento da sociedade, o valor das entradas aportado pelos sócios pode ser ou não igual ao valor nominal das participações sociais particulares, mas não em montante inferior. Isto é, o valor do patrimônio social inicial será sempre, ao menos, igual ao do capital social, nunca inferior.

Manuel António Pita³⁷ assegura que, quando da constituição da sociedade, as rubricas do capital social e patrimônio social devem apresentar valores idênticos pelo fato de não subsistirem obrigações por liquidar. Esta é uma razão pela qual o passivo é nulo e todos os bens entregues pelos sócios estão aplicados em ativos.

Não obstante, importa dizer que o capital social é, seguramente, uma forma de financiamento próprio da sociedade.

Destarte, segundo as funcionalidades de garantia para credores sociais e financiamento da sociedade, existem dois aspectos de extrema relevância no âmbito das *startups*: o baixo capital social e a forma de financiamento para o desenvolvimento das atividades da sociedade.

E é nesse sentido que a professora Ana Perestrelo de Oliveira afirma que “as *startups* têm naturalmente características e destinos muito diferentes [...]. Certo é que, no seu percurso, a forma como se financiam vai ser decisiva”³⁸.

Continuamente, defende Perestrelo de Oliveira que as *startups* concentram seus esforços na escalabilidade, e não nos lucros, e, por esta razão, dependem da angariação de financiamento externo para continuar a crescer ou até mesmo manter o desenvolvimento das suas atividades³⁹⁻⁴⁰.

³⁶ Ibid. p. 409.

³⁷ PITA, Manuel António. Apontamentos sobre capital social e patrimônio nas sociedades comerciais. In: OTERO, Paulo; ARAÚJO, Fernando; GAMA, João Taborda da (org.). *Estudos em Memória do Prof. Doutor J. L. Saldanha Sanches*. Coimbra: Coimbra Editora, 2011. p. 504.

³⁸ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. O papel das startups na FinTech e o ciclo de financiamento de startups. CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira (coord.). *FinTech: Desafios da Tecnologia Financeira*. Coimbra: Almedina, 2017. p. 238.

³⁹ Ibid. p. 239.

⁴⁰ Exemplificativamente a autora explica que “as *startups* não são apenas empresas de pequenas dimensões: uma *startup* e uma pequena empresa têm diferenças significativas que se refletem no seu financiamento, na

Todavia, naturalmente pelas particularidades que uma *startup* ostenta, sobretudo pelo ativo intangível, os respectivos meios de captação de financiamento se diferem dos modelos de captação de financiamento corporativo convencionais.

Dessarte, convém salientar que os fatores que distinguem a forma de obtenção de financiamento de uma *startup* para uma sociedade empresária comum são, basicamente, o ativo intangível, a ausência de um histórico (*track record*) e a ausência de um patrimônio expressivo⁴¹.

O ativo intangível, diferentemente do ativo tangível, tal como maquinário, equipamentos, produtos físicos, estoque e matéria-prima, é composto por elementos de difícil valoração e mensuração, a exemplo de uma ideia inovadora, conhecimento contextualizado sobre determinada situação ou negócio, o que inviabiliza uma fixação de cronograma econômico-financeiro seguro⁴²⁻⁴³.

Em paralelo, por estar em fase de nascimento e sem estabilidade no mercado, não possui um histórico referenciado, diferentemente de uma empresa comum, que pode apresentar dados do setor tradicionalmente consolidado no mercado.

E, para além disso, apresentam patrimônio longe do conceito de robustez, mormente por reunir seus atributos no âmbito da imaterialidade e sob o domínio intelectual dos sócios fundadores⁴⁴.

Logo, a soma de tais fatores repercute em um financiamento de alto risco para os investidores, o que, correntemente, repele as instituições financeiras tradicionais, posto que

medida em que a *startup* visa um crescimento rápido e não propriamente uma expansão sustentada, sendo um investimento de capital muito interessante, diferentemente de uma pequena empresa comum, em que o risco de fracasso é igualmente grande mas as expectativas de retorno muito inferiores, o que significa que as pequenas empresas se financiam tipicamente pelo crédito bancário e por investimento do proprietário, ao contrário das *startups*, que precisam de montantes muito mais elevados para crescer. Ibid. p. 240.

⁴¹ SCHAPIRO, Mario Gomes. Banco de Desenvolvimento, Regulação e Auto-regulação: complementaridade regulatória no mercado brasileiro de capital de risco. In: SCHAPIRO, Mario Gomes; TRUBEK, David M. *Direito e Desenvolvimento: um diálogo entre os Brics*. São Paulo: Saraiva, 2012. pp. 271-272.

⁴² Além disso, se no caso de um ativo tangível é plausível e seguro programar desde a assinatura do contrato o resultado a ser alcançado no financiamento, nem sempre isso pode ser feito nos projetos de inovação: a pesquisa e o desenvolvimento de uma nova fórmula poderá não ser bem sucedida, nem tecnicamente, nem comercialmente. Ibid. pp. 170-175.

⁴³ Id. *Novos Parâmetros para a Intervenção do Estado na Economia*. Saraiva: São Paulo, 2010. pp. 170-175. Além disso, se no caso de um ativo tangível é plausível e seguro programar desde a assinatura do contrato o resultado a ser alcançado no financiamento, nem sempre isso pode ser feito nos projetos de inovação: a pesquisa e o desenvolvimento de uma nova fórmula poderá não ser bem sucedida, nem tecnicamente, nem comercialmente.

⁴⁴ Id. Banco de Desenvolvimento, Regulação e Auto-regulação..., op. cit. p. 272.

na grande soma das vezes as *startups* não reúnem as garantias reais exigidas pelos bancos para a concessão de crédito.

Em consonância, Schapiro afirma que

a ausência de garantias e a impossibilidade de se firmar um cronograma fixo de pagamentos pode comprometer a sua capacidade de financiamento pelo setor bancário, cujas concessões de crédito são, normalmente, asseguradas por bens e direitos e também pela estipulação clara das obrigações financeiras⁴⁵.

E nesse cenário de restrição de financiamento pelo modelo tradicional bancário, surgem organizações de amadurecimento, auxílio à angariação de financiamento, mentoria e alavancagem de projetos, as denominadas incubadoras e aceleradoras.

3.1. Incubadora

As incubadoras são organizações que visam o estímulo e o fomento de atividades empreendedoras de inovação, seja em estágio apenas de ideia ou em fase de operação, por meio do oferecimento de suporte material e intelectual aos empreendedores, a fim de aprimorar as ideias do negócio⁴⁶.

Via de regra, são organizações sem finalidade lucrativa, muitas vezes mantidas por instituições públicas e vinculadas ao âmbito governamental e acadêmico, que propiciam apoio estrutural nos primeiros anos de existência de uma empresa, mediante a disponibilização de laboratórios, salas de reunião, auditórios, escritórios e até mesmo por meio de consultoria de gestão empresarial, tecnológica, de marketing e de angariação de financiamento.

Na generalidade, acolhem apenas micro e pequenas empresas, e, por serem associadas ao Estado, realizam, por vezes, o filtro destas de acordo com diretrizes e indicadores de crescimento da região para determinada finalidade.

A praxe de mercado para permanência de uma micro e pequena empresa é de, aproximadamente três anos – tempo de maturação médio para o devido preparo para a

⁴⁵ Ibid. pp. 271-272; Id. *Novos Parâmetros...*, op. cit. p. 272.

⁴⁶ ENDEAVOR BRASIL. Saiba como as incubadoras podem ajudar sua empresa. Disponível em: <<https://endeavor.org.br/tomada-de-decisao/como-incubadoras-podem-ajudar-empresa/>>. Acesso em: 11 mai. 2018.

inserção da *startup* no mercado, mediante uma taxa administrativa para manutenção das instalações.

Assim, conclui-se que a esfera de atuação de uma incubadora é no estágio prematuro da *startup*, desde a elaboração do plano de negócio simplificado, passando por apoio estrutural de acomodação laboral, orientação e consultorias diversas, elaboração do produto, auxílio em identificação de formas de financiamento alternativos compatíveis com o estágio de alavancagem até a colocação do produto final no mercado.

3.2. Aceleradora

Em contrapartida, as aceleradoras são empresas que oferecem aportes de dinheiro para investimento no desenvolvimento do produto, bem como para o rápido crescimento da *startup*, auxiliando-a em rodadas de investimento para captação de mais recursos financeiros até que o *break-even-point*⁴⁷ seja atingido, em troca de participação societária até o momento do desinvestimento⁴⁸⁻⁴⁹.

As aceleradoras são a tradução de um recente formato de negócio despontado nos Estados Unidos da América no ano de 2005, com objetivo de, por meio de um aporte de capital e mentoria estratégica, alavancar as empresas de forma rápida⁵⁰⁻⁵¹.

Na Europa, a *SeedCamp* foi a primeira aceleradora em evidência, surgida na Inglaterra, no ano de 2007, ocasião em que diversos estilos, formatos e possibilidades de investimento passaram a ser desenvolvidos e aperfeiçoados⁵².

Ao contrário do alvo das incubadoras, as aceleradoras focam nas empresas em fase de operação, isto é, naquelas que já possuem o produto desenvolvido e lançado no mercado, porém precisam refinar e enriquecer o planejamento estratégico, bem como as empresas em fase de tração, as quais já apresentam resultados expressivos, dispõem de potencial de

⁴⁷ Ponto de equilíbrio do negócio, onde os custos e despesas são equivalentes às receitas.

⁴⁸ Quando a participação é vendida para investidores ou empresas.

⁴⁹ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE EMPRESAS ACELERADORAS DE INOVAÇÃO E INVESTIMENTO - ABRAII. *Guia de Aceleradoras*. Disponível em: <<http://www.smartalk.com.br/ebook/aceleradora.pdf>>. Acesso em: 06 mai. 2018.

⁵⁰ Ibid. p. 4.

⁵¹ Y Combinator, 500 Startups, Techstars foram as aceleradoras pioneiras nos EUA. *AirBnb* e *Dropbox* são exemplos de empresas de exponencial relevância que participaram de um projeto de aceleração.

⁵² ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE EMPRESAS ACELERADORAS DE INOVAÇÃO E INVESTIMENTO - ABRAII. Op. cit. p. 4. Disponível em: <<http://www.smartalk.com.br/ebook/aceleradora.pdf>>. Acesso em: 06 mai. 2018.

alavancagem, mas que precisam de estreitamento de relações para um crescimento consistente, sustentável e veloz⁵³.

Em vista dessa conjuntura, as aceleradoras contribuem para o potencial de alavancagem da *startup* por meio dos programas de aceleração de duração de 03 (três) a 12 (doze) meses, os quais contam com uma personalização do alinhamento, direcionamento e execução de planejamentos estratégicos, de marketing, de comunicação e financeiro, calculados à curto, médio e longo prazo.

Convém ressaltar que as aceleradoras auxiliam o desenvolvimento e crescimento das *startups* porque possuem uma vasta rede de relacionamentos com grandes empresas e *players* do mercado, permitindo, portanto, uma aproximação à executivos e táticas de persuasão no âmbito empresarial que suprem as carências até então apresentadas pelas *startups*.

Em paralelo, as aceleradoras também contam com um quadro de mentores, dos mais variados nichos de atuação, a fim de aconselhar os profissionais integrantes das *startups* sobre sua especialidade, enriquecendo o desenvolvimento desta com sua *expertise* e metodologia exitosa.

*Workshops*⁵⁴, serviços⁵⁵ e benefícios de parceria⁵⁶ são, do mesmo modo, facilidades incluídas nos programas de aceleração.

Além do apoio instrutivo e orientador, as aceleradoras proporcionam apresentação aos investidores dos mais diversificados modelos de investimento, tanto por intermédio de eventos institucionais para captação de investimentos, os denominados *Demo Day*, no qual as *startups* participantes dos programas de aceleração apresentam *pitchs*⁵⁷ do negócio para

⁵³ Ibid. p. 6.

⁵⁴ “Todos os empreendedores das *startups* aceleradas recebem inúmeros treinamentos e capacitações. A grade de workshops varia de acordo com a aceleradora e com as necessidades das *startups* em aceleração, podendo cobrir áreas como inovação, *design thinking*, desenvolvimento ágil, marketing digital, aspectos jurídicos, finanças, negociação, oratória, captação de investimento, entre outros”. Ibid. p. 10.

⁵⁵ “Além do acesso a workshops e mentorias, algumas aceleradoras podem oferecer também acesso gratuito a serviços desenvolvidos pelos seus integrantes, como serviços jurídicos, contábeis e financeiros”. Ibid. p. 10.

⁵⁶ As aceleradoras contam com uma série de parceiros que oferecem serviços e descontos para as *startups* aceleradas, o que permite a elas economizar recursos, obter orientação técnica especializada e concentrar esforços em soluções comprovadas que tragam benefícios reais a seus negócios. Os parceiros incluem serviços, como hospedagem na nuvem, distribuição de *emails*, ferramentas de validação e testes A/B, usabilidade, pagamentos digitais, entre outros. Ibid. p. 10.

⁵⁷ *Pitch* ou *Elevator Pitch* são expressões na língua inglesa que pretendem referir-se a uma breve, entretanto, completa, apresentação de um negócio ou *startup*. Apresentação curta e objetiva que pode ser feita durante uma “viagem” de elevador. SHARK TANK. *Como fazer o “Pitch”*. Disponível em: <<https://sharktank.pt/como-fazer-o-pitch/>>. Acesso em: 29 mai. 2018.

uma banca de investidores, ou de forma pontual e individualizada, em consonância aos interesses dos investidores e às demandas das *startups*, oportunizando a angariação de aporte de capital de acordo com os estágios de amadurecimento destas.

Todavia, o ponto imperativo da análise por uma aceleradora é “a aderência da *startup* ao seu modelo de trabalho e a sua capacidade de alavancá-la”⁵⁸.

A convergência entre o modelo de negócio desenvolvido pela *startup* aliado aos conhecimentos técnicos, teóricos e operacionais de mercado detidos pela equipe da aceleradora são fundamentais para o estreitamento do elo de confiança entre as partes, bem como para o entrosamento com a rede de mentores, parceiros e investidores⁵⁹.

Para tanto, correntemente, as aceleradoras avaliam, por meio de processo seletivo, para além de itens estritamente objetivos do negócio, com o intuito de analisar a congruência do modelo de trabalho da *startup* a ingressar no programa. Elementos de índole subjetiva também fazem parte do filtro realizado pela aceleradora; o *track record*⁶⁰ do empreendedor, a equipe, o conhecimento aprofundado do mercado em exploração, a capacidade de execução do projeto, quantidade de sócios administradores, entrosamento da equipe, carga horária produtiva dedicada às atividades da *startup* e aderência da proposta de valor são alguns dos atributos examinados pelas aceleradoras.

Tais aspectos são de relevante consideração, ao passo que servem como parâmetro para o processo de *due diligence* praticado pelas aceleradoras, posto que o processo não apresenta a mesma abrangência que os realizados em empresas tradicionais, dada a grande incerteza dos negócios e pela escassez de tempo das negociações⁶¹.

Por se tratar de um investimento de alto risco, são imaginadas as chances da *startup* não atingir os resultados esperados, o que também faz parte do negócio, ambas as partes assumem os riscos de seus investimentos.

Destarte, ciente dessas peculiaridades, as aceleradoras centralizam atenção nos ativos mais valiosos de uma *startup*: equipe (capacidade técnica e gerencial), reputação

⁵⁸ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE EMPRESAS ACELERADORAS DE INOVAÇÃO E INVESTIMENTO - ABRAII. Op. cit. p. 10. Disponível em: <<http://www.smartalk.com.br/ebook/aceleradora.pdf>>. Acesso em: 06 mai. 2018.

⁵⁹ Ibid. pp. 10-14.

⁶⁰ Experiência empreendedora anterior.

⁶¹ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE EMPRESAS ACELERADORAS DE INOVAÇÃO E INVESTIMENTO - ABRAII. Op. cit. p. 12. Disponível em: <<http://www.smartalk.com.br/ebook/aceleradora.pdf>>. Acesso em: 06 mai. 2018.

positiva dos sócios, propriedade intelectual e demais ativos intangíveis, tecnologia abrangida e informações financeiras⁶².

Tendo em vista as particularidades, sobretudo o processo de *due diligence* mais exíguo, as aceleradoras tendem a realizar investimentos mediante contratos de mútuo conversível, conjuntura em que não se tornam sócias da *startup* desde o momento do aporte de dinheiro⁶³.

Após o programa de aceleração é que a aceleradora, certificar-se-á da efetiva potencialidade do negócio e das pessoas envolvidas e decidirá sobre a integração ou não na sociedade.

Complementarmente, além dos modelos de contratação de investimento entre a aceleradora e a *startup*, destacam-se os demais instrumentos contratuais necessários para a regulação e disciplina das relações internas e externas das *startups*, a exemplo de cláusulas peculiares nos estatutos sociais, memorando de entendimentos, termos de sigilo, acordo de sócios, contratos de investimento com terceiros, negócios jurídicos que serão objeto de análise adiante.

3.3. Capital de Risco

O capital de risco, na intitulação portuguesa, corresponde à atividade de investimento em uma sociedade por meio de uma participação societária minoritária e temporária, mediante a assunção dos riscos do negócio, bem como pela viabilidade de auxílio técnico e aconselhamento aos componentes da empresa⁶⁴.

Nesse sentido, a professora Ana Perestrelo de Oliveira assevera que o capital de risco não é mais do que a subscrição ou aquisição de participação social em uma empresa, seja na fase de instalação ou reestruturação, por meio do financiamento via entradas realizadas, considerando a futura valorização e posterior alienação da participação, com obtenção de lucro⁶⁵.

⁶² Ibid. p. 12.

⁶³ O aporte financeiro de uma aceleradora costuma variar entre 5 mil e 20 mil euros, todavia, o aporte econômico que a aceleradora oferece, isto é, o investimento com o programa de aceleração, equipe, benefícios de parceiros, infraestrutura e mentorias é o maior valor que a aceleradora oferece. Ibid. pp. 10-19.

⁶⁴ CALDEIRA, Rui. O Contributo das Sociedades de Capital de Risco para o Empreendedorismo. 2013. Dissertação (Mestrado em Gestão) – Business & Economics School, Instituto Superior de Gestão, Lisboa, 2013. p. 14.

⁶⁵ OLIVEIRA, Ana Perestrelo. *Manual de Corporate Finance*. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2017. p. 71.

Essa modalidade de investimento diferencia-se do modelo tradicional de financiamento bancário primordialmente pela participação no risco empresarial. Enquanto no financiamento bancário o retorno do capital principal é garantido, assim como o acréscimo de juros, independentemente do êxito da sociedade, o capital de risco afasta-se dessa segurança, na medida em que participa diretamente no capital social da sociedade investida, auxiliando na sua gestão, bem como no esforço para impulsionar o crescimento desta, posto que o investimento realizado é dependente dos resultados obtidos pela sociedade⁶⁶⁻⁶⁷.

A origem do capital de risco reporta ao século XV, com o financiamento das expedições marítimas por particulares, na perspectiva de obtenção de lucro, contraindo, com isso, o risco da perda total do investimento realizado, caso a “caça ao tesouro” não fosse exitosa⁶⁸.

Posteriormente, na Inglaterra, no século XVIII, com a Revolução Industrial, o capital de risco ganhou relevante destaque com o ambiente propício aos investimentos de contorno fabris emergentes, porém com elevado potencial de rentabilidade, em vista dos industriais de tecelagem, mercadores e armadores que buscavam incentivo financeiro perante indivíduos mais abastados, hoje reconhecidos como *business angels*⁶⁹.

No entanto, as primeiras operações de capital de risco, tal como difundida hodiernamente, foram executadas na década de quarenta do século XX, nos Estados Unidos da América. Primeira sociedade de capital de risco, a *American Research and Development*, foi constituída no ano de 1946, como corolário da existência de uma quantidade de recursos financeiros desembaraçados, ocasião que fomentou a moldura de um fundo de capital

⁶⁶ CALDEIRA, Rui. Op. cit. p. 20.

⁶⁷ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual...*, op. cit. pp. 71-72, aduz que o capital de risco, “ao contrário da concessão de crédito, em que existe um direito de crédito correspondente ao montante mutuado (sem prejuízo do risco normal de incumprimento), no caso que nos ocupa o sucesso do investimento depende do sucesso da própria empresa, o que envolve riscos acrescidos sobretudo tendo em conta a fase em que tipicamente se encontra a empresa. Com efeito, o investidor pode beneficiar com o sucesso da empresa participada mas pode também ter perdas significativas com o seu insucesso. Ao contrário das instituições de crédito que têm sempre (ou quase sempre) o retorno do capital, os investidores de capital de risco não têm qualquer garantia de retorno”.

⁶⁸ CAETANO, Paulo. *Capital de Risco*. Lisboa: Actual, 2013. p. 9. “Em 1492, o navegador Cristóvão Colombo montou uma companhia de navegação com base num sistema semelhante ao de um fundo de capital de risco. Os principais investidores eram os reis católicos, Fernando e Isabel de Castela, e o seu empreendimento mais bem sucedido foi a descoberta da América”.

⁶⁹ IAPMEI; APCRI. *Guia Prático do Capital de Risco*. Disponível em: <<http://www.novabase.pt/SiteCollectionDocuments/PT/NovabaseCapital/GuiaPraticodoCapitaldeRisco.pdf>>. Acesso em: 07 abr. 2018. p. 5.

administrado por uma equipe de profissionais dispostos a realizar investimentos de alto risco, entretanto, com elevado potencial de rentabilidade⁷⁰.

Em 1958, nos EUA, foi promulgado o *Small Business Act*, que induzia à criação de fundos de *venture capital*. Sociedades intituladas como Companhia de Investimento em Pequenos Negócios foram autorizadas a captar dinheiro emprestado com taxas inferiores às praticadas no mercado para investimento em empresas emergentes, procedimento que conduziu ao profissionalismo do capital de risco e instituiu o atual *venture capital*⁷¹.

Já na Europa, a intensificação do capital de risco ocorreu nas décadas de setenta e oitenta, período em que essa forma de financiamento extra bancário atingiu estabilidade junto ao mercado⁷².

Todavia, por ser uma indústria recente, conceituações, características e demais delineamentos do capital de risco estão diretamente associados à prática e forma de amadurecimento do tipo de financiamento extrabancário de origem anglo-saxônica, sobretudo vinculada à cultura estadunidense, na medida em que é a mais desenvolvida mundialmente, diante do mercado favorável e inclusivo, adequado às demandas.

Nos EUA, o capital de risco é retratado, em geral, em duas formas de investimento: o *venture capital* e o *private equity*. O primeiro é caracterizado pelos investimentos realizados em pequenas empresas e/ou em *startups*, em estágio de arranque ou ainda em fase embrionária, proporcionando ao investidor acompanhar e aconselhar aproximadamente a gestão empresarial, seja pela possibilidade de oferecer instrumentos para uma alavancagem do negócio, seja pela confiança e pelo estreitamento das relações com os fundadores da *startup*⁷³.

Já o *private equity*, na concepção norte americana, corresponde ao investimento direcionado para participação social em empresas já existentes e consolidadas, independente do estágio de maturidade, dimensão e abrangência, porém não cotadas em bolsa, mas com diminuta ou inexistente manifestações e aconselhamentos na administração empresarial⁷⁴.

⁷⁰ Ibid. p. 14.

⁷¹ TOSTES, Fernando P.; TERRA, Branca Regina Cantisano. Capital de Risco Privado em Universidades: Um Estudo Comparativo Brasil/Estados Unidos. *XXIV Simpósio de Gestão da Inovação Tecnológica*. Gramado: ANPAD, 2006. p. 3; CAETANO, Paulo. Op. cit. p. 14.

⁷² CALDEIRA, Rui. Op. cit. p. 14.

⁷³ CAETANO, Paulo. Op. cit. p. 15.

⁷⁴ Ibid. p. 15.

Na Europa, a nomenclatura utilizada destoa do modelo americano, porquanto o *private equity* abrange toda a indústria do capital de risco, inclusive o *venture capital*, pelo fato de corresponder ao capital captado por uma empresa de forma privada⁷⁵.

Isto posto, o capital de risco revela-se uma fonte de financiamento empresarial alternativa ao crédito bancário, com o adicional, por vezes, de sócios que são, em expressivas parcelas, profissionais com expertise na área de atuação da sociedade, comprometidos com o crescimento e engajados para a rentabilidade da empresa.

Em vista disso, o capital de risco é um interessante meio de captação de recursos financeiros pelas *startups*, já que os investidores encontram-se na mesma posição dos sócios fundadores, visto que participam dos êxitos e fracassos da *startup*, em uma relação de parceria, na qual a gratificação é obtida com a alienação das quotas ou no desinvestimento⁷⁶, posto que a natureza da atividade de capital de risco é temporária⁷⁷.

O capital de risco está pautado na transitoriedade do exercício da atividade. A venda da participação adquirida, após o período de tempo pré-determinado ou *a posteriori*, é a máxima da atividade de capital de risco. E, no tocante à saída, estas podem ser múltiplas, conforme expõe Ana Perestrelo de Oliveira: (i) venda da participação social para os antigos titulares, seja através de contratos-promessa, cláusula *put options*, ou mesmo espontaneamente; (ii) venda a terceiros, possivelmente investidores de capital de risco; ou (iii) venda em mercado regulado⁷⁸.

Outro ponto de extrema relevância nessa modalidade de financiamento empresarial em comparação com o sistema bancário tradicional concerne à análise da situação financeira. Enquanto um banco investigará a higidez financeira da *startup*, analisando a capacidade de adimplência dos compromissos financeiros, bem como se dispõe de garantias e patrimônio para satisfazer dívidas, o capital de risco concentra a sua análise no potencial de crescimento, rentabilidade e valorização da *startup*, ainda que esta não possua solvabilidade significativa⁷⁹.

E por tal razão, o alvo do capital de risco é a identificação de *startups* com elevado potencial de escalabilidade, geração de valor, inovação e um ambiente harmônico entre os

⁷⁵ Ibid. p. 15.

⁷⁶ CALDEIRA, Rui. Op. cit. p. 21.

⁷⁷ OLIVEIRA, Ana Perestrelo. *Manual...*, op. cit. p. 72.

⁷⁸ Ibid. p. 72.

⁷⁹ Ibid. p. 21.

sócios fundadores e equipe técnica, favorável ao aconselhamento e facilitação com uma rede de contatos para impulsionar o desenvolvimento das estratégias de negócio.

Por conseguinte, o capital de risco afigura-se uma opção atraente de financiamento para capitalizar as *startups*, em especial pelas dificuldades que as tais encontram no momento de constituição, desenvolvimento e crescimento, frente ao sistema bancário e suas rigorosas exigências.

No cenário português, o capital de risco foi regulamentado pela primeira vez no ano de 1986, com o Decreto-Lei n.º 17/86, como um novo mecanismo no mercado de capitais para o fomento de capitalização de empresas⁸⁰, face à dificuldade de financiamento das pequenas e médias empresas, ocasião em a primeira sociedade de capital de risco (SCR) foi criada em Portugal⁸¹, conforme a exigência legal à época.

Com o passar dos tempos, alterações no regime jurídico do capital de risco ocorreram para melhor adequar as previsões legais às demandas, sobretudo à dinâmica da indústria do capital de risco no que concerne ao desinvestimento, parâmetros para constituição de da sociedade de capital de risco e a necessidade de investimentos mais diversificados.

Atualmente, a Lei n.º 18/2015 regulamenta o regime jurídico do capital de risco, do empreendedorismo social e do investimento especializado⁸², aliado ao Regulamento da

⁸⁰ Trecho do preâmbulo do Dec.-Lei 17/1986: “As sociedades de capital de risco constituem em Portugal uma figura jurídica nova e, mesmo na Europa, representam um instrumento recente de promoção do investimento e de introdução da inovação tecnológica.

No essencial, o objecto das sociedades de capital de risco consiste na procura deliberada e sistemática de oportunidades de investimento capazes de gerar valor acrescentado e de proporcionar rendimento aos investidores, justificando a aplicação de capitais, através da compra de acções e quotas de empresas com potencial de expansão e viabilidade.

Por outro lado, a criação de sociedades de capital de risco enquadra-se numa política de fomento de utilização de instrumentos de capitalização de empresas - financiamento por meio de entradas de capital - do que resultará, aliás, um contributo importante para a dinamização do mercado de capitais.

A solução institucional adoptada reveste-se de características de flexibilidade suficiente para estimular o aparecimento de sociedades de capital de risco de iniciativa privada às quais é possível associar entidades públicas interessadas na promoção do investimento, da criação de empregos e da modernização tecnológica.

Tendo em vista a salvaguarda da posição dos empresários, pretende-se garantir em certa medida o carácter temporário e minoritário das participações das sociedades de capital de risco, vedando-se a sua utilização como sociedades de controle, mas sem prejuízo da sua viabilidade, atenta a fase de incipiente desenvolvimento do nosso mercado de capitais”.

⁸¹ Sociedade Portuguesa de Capital de Risco S.A.

⁸² Em observância às Diretivas n.os 2011/61/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho, e 2013/14/UE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de maio, que asseguram a execução, na ordem jurídica interna, dos Regulamentos (UE) n.os 345/2013 e 346/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários - CMVM n.º 3/2015, órgão regulador do mercado de capitais ao qual a sociedade de capital de risco deve ser registrada.

O artigo 1º da Lei n.º 18/2015 disciplina quais são os organismos de investimento em capital de risco, em empreendedorismo social e em investimento alternativo especializado. São eles: a) sociedade de capital de risco, b) sociedades gestoras de fundos de capital de risco, c) sociedade de investimento em capital de risco, d) fundos de capital de risco, incluindo os fundos europeus de capital de risco designados «EuVECA», para os efeitos previstos no Regulamento (UE) n.º 345/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril, e) investidores em capital de risco, f) sociedades de empreendedorismo social, g) fundos de empreendedorismo social, incluindo os fundos europeus de empreendedorismo social designados «EuSEF», nos termos e para os efeitos previstos no Regulamento (UE) n.º 346/2013, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril; h) sociedades de investimento alternativo especializado, e i) fundo de investimento alternativo especializado.

Os SES, FES, SIAE e FIAE [alíneas f), g), h) e i) do artigo 1º da Lei n.º 18/2015] representam inovações no ordenamento jurídico português, e, considerando que o objeto do presente trabalho é a análise das relações negociais das *startups* entre os sócios fundadores e investidores, como alternativas extrabancárias e simples acesso à capitalização da empresa, não abordaremos peculiaridades de tais OICR's.

As sociedades de capital de risco eram classificadas como sociedades financeiras. No entanto, a partir do ano de 2002, essa identificação foi desfeita. De acordo com o novo RJCR⁸³ (as sociedades de capital de risco possuem objeto social mais alargado, podendo ser investidora direta ou gestora de instituições de capital de risco, conforme previsto no art. 17.º, n.º 2 do RJCR, ou praticar todos os atos necessários à prossecução do seu objeto social, considerando o rol meramente exemplificativo do art. 9.º, n.º 4, segundo Ana Perestrelo de Oliveira)⁸⁴.

Ademais, consoante o art. 11.º, n.º1, as sociedades de capital de risco são constituídas segundo o tipo de sociedade anónimas, devem incluir, obrigatoriamente, «Sociedade de Capital de Risco» ou «SCR» na firma e dispor de capital social mínimo de € 125.000 (cento e vinte e cinco mil euros), representado por ações nominativas, tal como prescreve o n.º 2 do aludido artigo⁸⁵.

⁸³ CÂMARA, Paulo. *Manual dos Valores Mobiliários*. 3ª ed. Coimbra: Almedina, 2016. p. 852.

⁸⁴ OLIVEIRA, Ana Perestrelo. *Manual...*, op. cit. p. 86.

⁸⁵ Ibid. p. 84.

Com relação aos fundos de capital de risco, convém salientar que são patrimônios autônomos, dotados de personalidade judiciária, porém sem personalidade jurídica, segundo o art. 15.º, da Lei n.º 18/2015. De acordo com Ana Perestrelo de Oliveira, os fundos de capital de risco possuem como finalidade o investimento coletivo de recursos financeiros captados junto aos investidores em atividades de capital de risco e “funcionam como verdadeiros fundos de investimento (organismos de investimento coletivo), com a especialidade de o investimento ser feito através de participações em sociedades com características próprias do capital de risco”⁸⁶.

O patrimônio do fundo de capital de risco é exprimido por partes, sem valor nominal, denominadas unidades de participação (UP), nos termos do art. 22.º, n.º 1 do RJCR, as quais deverão ser subscritas pelos investidores que quiserem fazer parte do fundo. Paulo Câmara assevera que, embora as unidades de participação “não sejam objeto de qualificação expressa como valores mobiliários, devem ser consideradas como tal”⁸⁷.

Isto porque as UP’s devem ser nominativas e de valores transmissíveis, nos moldes dos n.ºs 3 e 4 do art. 22.º do referido diploma, bem como “são agrupáveis em conjuntos fungíveis, constituindo uma categoria”⁸⁸, segundo o art. 23 do RJCR. Motivos tais apontam uma unidade de valor mobiliário.

Ademais, o n.º 2 do art. 22.º determina que a subscrição mínima de um fundo de capital de risco é no valor de €50.000 (cinquenta mil euros) por investidor⁸⁹, e o capital social mínimo dos FRC é de €1.000.000 (um milhão de euros), conforme prevê o art. 21.º, n.º 1, do RJCR.

Em paralelo, importa destacar que a gestão dos FRC deve ficar a cargo de uma entidade gestora e pode competir tanto às SCR, por sociedade de desenvolvimento regional e entidades legalmente habilitadas a gerir organismos de investimento alternativos fechados, conforme se depreende do art. 17.º, n.º 2 do RJCR.

No que se refere aos investidores em capital de risco, prevista no artigo 14.º da Lei n.º 18/2015, o investidor em capital de risco é uma configuração que surgiu pela primeira vez no Dec. Lei n.º 375/2007, no artigo 9.º. A legislação obriga aos ICR organizarem-se na forma de sociedade unipessoais por quotas, tendo pelo sócio único apenas pessoa singular,

⁸⁶ Ibid. p. 85.

⁸⁷ CÂMARA, Paulo. Op. cit. p. 853.

⁸⁸ Ibid. p. 853.

⁸⁹ Com exceção dos membros do órgão de administração da entidade gestora.

consoante o n.º 2 do referido artigo, bem como mediante a aposição da expressão «Investidor em Capital de Risco» ou da sigla «ICR».

Por fim, o art. 10.º do RJCR apresenta as operações vedadas às SCR, aos ICR e aos FRC, com destaque para os investimentos por período de tempo, seguido ou interpolado, superior a 10 anos, disciplinado no n.º 1 da norma legal.

3.4. *Business Angel*

Business Angel, *Angel Investor* e Investidor Anjo são algumas das nomenclaturas utilizadas para denominar empresários, executivos bem-sucedidos e outros profissionais de poder aquisitivo, feição empreendedora e compreensão de tendências de mercado que investem em *startups*, comumente, em troca de uma participação minoritária no capital social⁹⁰⁻⁹¹.

O anjo-investidor é, via de regra, um empreendedor que possui *expertise* no segmento desempenhado pela *startup*. Assim sendo, sua contribuição no empreendimento não se restringe ao aporte de recursos financeiros, mas também implicam em aconselhamento conceitual e técnico, bem como apoio com a rede de relacionamento, reforçando a consolidação e expansão da *startup* no mercado e motivo pelo qual é chamado de *smart money* o investimento realizado por um *business angel*⁹².

Por se tratar de empresários e investidores com largos recursos financeiros – embora não detentores de grandes fortunas –, comumente, os anjos-investidores aportam dinheiro em empresas emergentes, com alto potencial de crescimento, escalonamento e

⁹⁰ GITAHY, Yuri. Op. cit. Disponível em: <<https://demostenesfarias.files.wordpress.com/2013/01/startups-investidor-anjo-aceleradora-e-incubadora.pdf>>. Acesso em: 26 jan. 2018. p. 5.

⁹¹ Um *business angel* é um investidor que fornece fundos para uma empresa *startup*, geralmente em troca de dívida convertível ou de participação no capital. SILVA, Eduardo Sá. *Dicionário de Gestão*. Porto: Vida Económica, 2013. p. 49.

⁹² Ibid. p. 24.

rentabilidade – característica típica das *startups* -, em fase de *seed capital*⁹³ e/ou *early stage*⁹⁴.

Não obstante, é relevante salientar que o investimento-anjo não se assemelha a uma prática filantrópica ou de natureza social. O anjo-investidor aporta o recurso financeiro em negócios promissores, com potencial de crescimento e rentabilidade, preferencialmente próximo à sua localidade, com vistas a facilitar o apoio e a partilha de experiências, embora não tenha qualquer posição executiva na *startup*.

Ana Perestrelo de Oliveira tece algumas considerações sobre o *business angel* e o investidor de capital de risco, distinguindo-os pela formalidade⁹⁵.

Segundo a autora, os *business angels* apresentam-se em paralelo ao mercado institucional de capital de risco, posto que atuam de maneira informal⁹⁶.

Ocorre que, por se tratar de um investimento, o contrato pode se revestir da natureza de dívida, por meio de um contrato de mútuo, ou de propriedade, no qual o investidor

⁹³ Segundo CAETANO, Paulo. Op. cit. p. 18, é o “financiamento dirigido a projetos empresariais em fase de gestação. Tem por intento apoiar os estudos e viabilidade de mercado do produto ou serviço a ser lançado; mas também, é utilizado para o desenvolvimento do produto que já foi estudado e projetado. Oferece diversos desafios pra a indústria do capital de risco, pois, financia-se ideias originais que carecem de suporte financeiro e de gestão para o seu desenvolvimento, sendo necessária uma maior participação do investidor no dia a dia da empresa bem como na organização do projeto a ser desenvolvido”.

Em razão de carecer de uma influência de relevância, o estágio é propício para o investidor particular (*business angel*), posto que a rede de contatos e o *track back* poderá contribuir muito no desenvolvimento do negócio.

⁹⁴ CAETANO, Paulo. Op. cit. p. 18, defende que o *early stage* “é o investimento realizado em empresas já existentes e em funcionamento ou, em fase final de instalação, com um projeto desenvolvido, mas que ainda não está em comercialização o produto e/ou serviço. No geral o investimento é destinado para o marketing inicial e ao lançamento do produto/serviço a ser comercializado”.

Pode ser, também, caracterizado pelo capital destinado à fase de arranque da empresa.

⁹⁵ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual...*, op. cit. pp. 72-74.

⁹⁶ De acordo com a autora, os *business angels* são “investidores individuais que investem por razões financeiras mas também de outro tipo, normalmente montantes inferiores. A designação *angel* provém da Broadway: no início de 1900, frequentadores de teatro faziam grandes investimentos em produções de teatros e musicais, em boa parte motivados pela possibilidade de privar com personalidades que admiravam. A expressão *business angel* passou, mais tarde, a ser utilizada para designar indivíduos que desenvolviam exatamente a mesma função no âmbito empresarial. Os *business angels* apresentam algumas características típicas: (i) são pessoas singulares com elevados rendimentos líquidos; (ii) investem o seu próprio dinheiro (de tal modo que não respondem perante outros investidores, como acionistas ou participantes conforme acontece, respectivamente, no caso das sociedades e fundos de capital de risco); (iii) investem diretamente e, portanto, sem intermediação, como sucede com os gestores de fundo; (iv) assumem o papel ativo na empresa, dedicando-lhe tempo e experiência (assumem, pois, uma postura *hands-on*): esta é também uma vantagem para os empresários que procuram *smart money*, daí que por vezes se utilize a expressão *mentor financing*; (v) investem em empresas não cotadas; (vi) visam um ganho financeiro mas também o prazer pessoal e alguns têm motivações altruístas”. Ibid. pp. 72-73.

particular se torna sócio da *startup* por mediante o contrato de participação societária, isto é, se o financiamento é derivado de capital alheio⁹⁷ ou próprio⁹⁸.

3.5. *Equity-Crowdfunding*

Internacionalmente reconhecido como *crowdfunding*, o financiamento colaborativo surge e se difunde no final dos anos 2000 como mais uma alternativa inovadora para a capitalização empresarial.

De acordo com professor Diogo Pereira Duarte, o financiamento colaborativo “pode ser caracterizado como um método, relativamente recente e ainda em evolução, de utilizar uma plataforma na *internet* para aceder às contribuições financeiras de pessoas ligadas em rede com o objetivo de financiamento de atividades ou projetos”⁹⁹.

Isto posto, perceptível a presença de, ao menos, três sujeitos diante de um financiamento colaborativo: (i) o beneficiário que desenvolve e publica a campanha do projeto a ser investido, (ii) o investidor que financia o projeto e (iii) a plataforma de intermediação entre o beneficiário e o investidor, onde a campanha de financiamento é publicada¹⁰⁰.

Originalmente pensado para o estímulo de projetos sociais e artísticos, considerando o apelo “de relação familiar, de amizade, de identificação social, económica, política, cultural e artística”¹⁰¹, o financiamento colaborativo ascendeu mundialmente em

⁹⁷ Ibid. p. 39, assinala que o capital alheio tem “em princípio pagamentos regulares associados e um prazo de vencimento e são pagos com prioridade relativamente aos capitais próprios.

⁹⁸ Ibid. p. 39, define o capital próprio como o meio de financiamento que tem “origem nos detentores do capital social e que, nessa medida, apresentam caráter definitivo, i.e., não são objeto de restituição, de tal maneira que não tem prazo, não obrigam pagamentos regulares que possam gerar incumprimento e são reembolsados, sendo caso disso, apenas após pagos os restantes dos credores.

⁹⁹ DUARTE, Diogo Pereira. Financiamento colaborativo de capital (*equity-crowdfunding*). In: CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira (coord.). *FinTech: Desafios da Tecnologia Financeira*. Coimbra: Almedina, 2017. p. 248. Conforme Diogo Pereira Duarte, “o financiamento colaborativo, não obstante a variabilidade e mutabilidade dos modelos de negócios em que se concretiza, pressupõe tipicamente: (i) uma campanha dirigida ao público através de *upload* de um vídeo de apresentação (*pitch*) numa plataforma na *internet*; (ii) com o objetivo de se obterem fundos para um projeto específico; (iii) na sequência da qual financiadores (*backers*) enviarão, aceitando financiar o projeto, fundos para os promotores dos projetos (*project owners*), as entidades financiadas; (iv) por uma, ou várias das seguintes modalidades: donativos, recompensa, capital e empréstimo.

¹⁰⁰ SANTOS, João Vieira dos. Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades. *Revista Electrónica de Direito*. Online, n. 2, jun. 2015. Disponível em: <<https://www.cije.up.pt/download-file/1334>>. Acesso em: 22 mar. 2018. p. 9.

¹⁰¹ CATARINO, Luís Guilherme. Crowdfunding e crowdinvestment: o Regresso ao Futuro?. *CEDIPRE Online*. Coimbra, n. 32, mar. 2017. p. 8.

decorrência de estruturar suas bases no meio digital, até explorar, recentemente, um novo segmento assentado na “expectativa pelo público de retorno do investimento”¹⁰², denominado investimento colaborativo ou *crowdinvesting*, na expressão inglesa.

João Vieira dos Santos classifica o *crowdinvesting*, *crowdfunding* de capital ou *equity crowdfunding* como a modalidade de financiamento colaborativo que permite ao investidor receber participação social na sociedade investida, como forma de ganhar o interesse do investidor no êxito desta¹⁰³.

Para professor Diogo Pereira Duarte, essa categoria de financiamento utilizada “também com recurso a uma plataforma da *internet*, mas que implica tipicamente a subscrição de uma participação social, partilha de lucros ou dividendos, ou a remuneração de um empréstimo que seja feito aos financiados”¹⁰⁴.

Em continuidade, o professor sustenta que, embora o instrumento do *crowdfunding* tenha se estabelecido nas modalidades donativo¹⁰⁵ e recompensa¹⁰⁶, atualmente, é um instrumento de expressivo destaque para o financiamento das PME’s e *startups*¹⁰⁷.

Isto porque, como explicitado alhures, as *startups* encontram diversas dificuldades para a sua estabilização no mercado, sobretudo no tocante à forma de capitalização, posto que os meios tradicionais de financiamento, na grande maioria das vezes, não se conciliam à volúvel realidade experimentada por estas, seja “pela incipiência dos seus balanços, a inexistência de histórico em termos creditícios e, muitas vezes, pela inexistência sequer de

¹⁰² Ibid. p. 7.

¹⁰³ SANTOS, João Vieira dos. Op. cit. pp. 15-16.

¹⁰⁴ DUARTE, Diogo Pereira. Op. cit. p. 258.

¹⁰⁵ Conforme leciona Diogo Pereira Duarte, é a modalidade de financiamento colaborativo “característica de organizações não lucrativas, na modalidade de empréstimos sociais, ou instituições de caridade. É exemplo desta forma de *crowdfunding* a campanha que angariou €1.930.577, através da plataforma *Indiegogo*, falhando no objetivo de €1.600.000.000 para pagar o resgate da Grécia. É também exemplo a angariação feita para financiar a campanha presidencial de Barack Obama, em 2008”. Ibid. p. 249.

Para Pedro Leite, *donationbased crowdfunding is as a model where funders donate to causes that they want to support, with no expected compensation. The type of projects that fit this category pertains to social entrepreneurship causes, without profit objectives*. LEITE, Pedro. *Crowdfunding: critical factors to finance a project successfully*, Disponível em: <<https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/71581/2/51556.pdf>>. Acesso em: 11 jun. 2018.

¹⁰⁶ Nesta modalidade, o financiador do projeto recebe uma recompensa de caráter patrimonial, porém não financeira, conforme expõe DUARTE, Diogo Pereira. Op. cit. p. 249.

Via de regra, esse modelo de financiamento é destinado para os projetos artísticos, como forma de testar o produto no mercado e sentir o interesse do público em torno desse. De acordo com SANTOS, João Vieira dos. Op. cit. p. 15, “o valor econômico da recompensa não é o mais importante, mas é um mecanismo que tenta incentivar os admiradores do projeto a contribuir”.

¹⁰⁷ DUARTE, Diogo Pereira. Op. cit. p. 250.

um projeto em execução que assegure os fluxos financeiros que permitam corresponder ao serviço da dívida”¹⁰⁸.

Em paralelo, João Vieira Santos ressalta que o financiamento colaborativo apresenta duas vantagens de essencial relevância, transformadoras do modo de financiamento até então existente. A primeira consiste no fato de o *equity-crowdfunding* proporcionar o acesso de pequenos investidores ao mercado de capitais¹⁰⁹, além de viabilizar que o público teste as ideias (os projetos desenvolvidos), os quais, certamente, não existiriam por conta dos custos¹¹⁰.

Complementarmente, o *equity-crowdfunding* ultrapassa a perspectiva de uma solução de financiamento para as *startups* diante de falhas no mercado de *private equity*. Para além de propiciar o financiamento que o sistema tradicional não alcança, revela uma “melhor valorização da empresa, menor custo do capital, e maior rapidez na conclusão do processo de financiamento”¹¹¹.

Todavia, o formato do *equity-crowdfunding* desperta algumas preocupações, sobretudo sob a ótica do investidor, já que essa modalidade de financiamento coletivo é pautada na expectativa de retorno financeiro.

Além dos temores corriqueiros, tais como fraude, conflito de interesses e problemas com a intermediação, destacam-se os riscos específicos com o investidor, decorrentes da ignorância técnica sobre formas de financiamento de atividades, especificidade típica do domínio empresarial, a chamada assimetria de informação.

Não se pode olvidar que parcela majoritária dos investidores dessa forma alternativa de financiamento é composta por investidores não experientes e não profissionais, motivados por fatores emocionais¹¹², distintamente das SCR e ICR.

Diferentemente das sociedades de capital de risco e dos investidores de capital de risco, onde os investidores encontram as oportunidades de investimento mediante uma postura proativa e através de uma rede de contatos negociais, os investidores de *crowdfunding* possuem acesso às oportunidades, predominantemente, por meio das redes sociais e *sites* de informações diversas, podendo ser sugestionados pelo apelo publicitário.

¹⁰⁸ Ibid. pp. 250-251.

¹⁰⁹ Para pormenorização do assunto, vide SCHILLER, Robert. *A ética das finanças*. Tradução de Pedro Carvalho e Guerra e Rita Carvalho e Guerra. Lisboa: Bertrand, 2015. pp. 395 e 402.

¹¹⁰ SANTOS, João Vieira dos. Op. cit. p. 11.

¹¹¹ DUARTE, Diogo Pereira. Op. cit. p. 251.

¹¹² Ibid. pp. 261-263.

Em razão de tais peculiaridades, Portugal aprovou a Lei n.º 102/2015, denominada Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo, posteriormente com alterada pela Lei n.º 3/2018.

O art. 15.º do RJFC instituiu, ainda, a competência da regulação, supervisão, fiscalização, averiguação das respectivas infrações, instrução processual e aplicação de coimas e sanções acessórias no quadro da atividade de intermediação de financiamento colaborativo por empréstimo ou capital à CMVM, a qual, por sua vez, encarregou-se de exarar o Regulamento n.º 1/2016.

Em relação às demais modalidades do *crowdfunding*, doação e recompensa, estas constituem competência da Direção-Geral do Consumidor.

Nesse contexto, o art. 3.º do RJFC define o financiamento colaborativo por capital como a modalidade que “remunera o financiamento obtido através de uma participação no respetivo capital social, distribuição de dividendos ou partilha de lucros”¹¹³, e institui quaisquer pessoas coletivas ou estabelecimentos individuais de responsabilidade limitada como titular da plataforma, tal como determina o art. 4.º do diploma.

Sobre a autorização da plataforma, a CMVM condiciona a atividade de intermediação de financiamento ao prévio registro perante a entidade gestora das plataformas de financiamento colaborativo da Comissão, conforme prevê o art. 3.º, n.º 1 do Regulamento 01/2016 da CMVM, bem como ao capital social mínimo de € 50.000 (cinquenta mil euros) ou seguro de responsabilidade civil adequado à atividade, ou qualquer garantia equivalente, que resguarde o direito em caso de responsabilidade decorrente de negligência, representada por €1.000.000 (um milhão de euros) por sinistro e €1.500.000 (um milhão e quinhentos mil euros) para todos os sinistro, no período de um ano, nos termos das alíneas ‘a)’ e ‘b)’ do n.º 1, do Regulamento 01/2016 da CMVM.

Alternativamente, a alínea ‘c’ do referido dispositivo propõe uma composição entre os requisitos patrimoniais de acesso à atividade, sugerindo uma combinação entre as alíneas ‘a)’ e ‘b)’, desde que suceda uma proteção equivalente às alternativas anteriores.

Para além disso, o art. 5.º, n.º 1 do RJFC explicita o dever da plataforma de financiamento colaborativo em garantir o acesso às informações sobre os produtos postos em veiculação, bem como a confidencialidade dos dados dos investidores e dos beneficiários dos investimentos, excetuados os de divulgação pública destes.

¹¹³ Art. 3.º, alínea ‘c)’ da Lei n.º 102/2015.

Em seguida, o n.º 2 do art. 5.º do RJFC veda recomendações ou aconselhamentos sobre os investimentos a serem realizados na plataforma, sobre a gerência de fundos de investimento e detenção de valores mobiliários, bem como sobre a remuneração dos colaboradores pelos objetivos alcançados¹¹⁴.

Por conseguinte, a relação entre as partes é regulamentada pelos deveres de informação e confidencialidade, conforme disposto nos arts. 6.º e 7.º do RJFC, inclusive informações de ordem fiscal e contributiva, plano de negócio, riscos envolvidos, termos e eventuais alterações da proposta pública, meio de cancelamento das subscrições e demais detalhes da oferta, vide os arts. 9.º, 17.º e 19.º do RJFC¹¹⁵.

Complementarmente, o art. 11.º, n.º 2 do Regulamento 01/2016 da CMVM impede que quaisquer dos colaboradores da plataforma não participem das ofertas veiculadas, ao tempo que estipula os limites ao investimento.

O art. 12.º, n.º 1 do Regulamento 01/2016 da CMVM estipula o valor máximo de € 10.000 (dez mil euros) no período de 12 (doze) meses e €3.000 (três mil euros) por oferta.¹¹⁶

Ainda sobre limitações, o art. 19.º do Regulamento 01/2016 da CMVM determina o limite máximo de angariação no montante de €1.000.000 (um milhão de euros) por oferta ou no período de 12 (doze) meses, em múltiplas angariações dentro da UE. No caso das ofertas destinadas à subscrição exclusiva por investidores qualificados, pessoas coletivas ou singulares com rendimentos superiores à €70.000 (setenta mil euros), a limitação é estendida para €5.000.000 (cinco milhões de euros).

¹¹⁴ CATARINO, Luís Guilherme. Op. cit. p. 51.

¹¹⁵ Ibid. pp. 51-52.

¹¹⁶ Às pessoas coletivas, pessoas singulares com rendimento anual igual ou superior à €70.000 (setenta mil euros), ou investidores qualificados, nos termos do art. 30.º do Código de Valores Mobiliários não são aplicadas as limitações de investimento.

4. NEGÓCIOS JURÍDICOS ENTRE FUNDADORES E INVESTIDORES

Exposta a conceituação de *startup* e suas particularidades de diferenciação em relação a uma sociedade comercial padrão, assim como os meios alternativos de investimento frente ao sistema bancário tradicional, como formas de capitalização empresarial diante do contexto de inovação, disrupção e incerteza que permeia o âmbito em que estão inseridas, cumpre, destarte, apresentar os negócios jurídicos que materializam a relação entre sócios fundadores das *startups* e os investidores.

Todavia, prefacialmente, incumbe observar que o direito societário contempla duas expressivas vertentes, a *corporate governance*, pautada, resumidamente, na maneira com que as sociedades são geridas e controladas, e a *corporate finance*, que se ocupa dos enfoques financeiros da sociedade¹¹⁷.

Em congruência ao quanto discorrido ao longo desse trabalho, compete destacar, o prisma das formas de financiamento empresarial, que circundam dois segmentos substanciais: o investimento por capitais próprios e o investimento por capital alheio¹¹⁸.

O primeiro, também designado como *equity finance*, é caracterizado, essencialmente, como oriundo dos titulares das empresas (os sócios), e o segundo, reconhecido por *debt finance*, corolário de financiadores externos à empresa¹¹⁹.

Os capitais próprios, de acordo com Ana Perestrelo de Oliveira, não dispõem de prazo, bem como não obrigam a pagamentos regulares que podem repercutir em inadimplemento e somente são reembolsados após o pagamento dos demais credores¹²⁰.

Por sua vez, os capitais alheios, via de regra, possuem prazo de pagamento e pagamentos regulares vinculados, ao tempo que são pagos de forma antecedente aos capitais próprios¹²¹.

¹¹⁷ OLIVEIRA, Ana Perestrelo. *Manual...*, op. cit. p. 13.

¹¹⁸ ALCARVA, Paulo. *O Financiamento bancário de PME*. Coimbra: Almedina, 2017. p. 43. “Existem duas grandes modalidades contratuais para financiar o investimento: de um lado o capital próprio – correspondente às ações – e de outro a dívida – correspondente ao crédito. Teoricamente, são duas formas extremas, e entre uma e outra existe, na prática, uma multiplicidade de soluções híbridas”.

¹¹⁹ Ibid. p. 14.

¹²⁰ OLIVEIRA, Ana Perestrelo. *Manual...*, op. cit. p. 151.

¹²¹ Ibid. pp. 151-152.

E, conforme preleciona Paulo Alcarva, “independente da extensão da empresa, todas são confrontadas com o mesmo tipo de decisões que tentam responder à sua visão financeira de continuidade de negócios e criação de valor”¹²².

Para o autor, a diferenciação entre o capital próprio e alheio é corolário do grau de exposição aos riscos contemplados em cada um dos instrumentos contratuais, motivo pelo qual assegura que é apropriado que os custos de financiamento sejam distintos¹²³.

Portanto, a escolha da política de financiamento de uma empresa, sobretudo uma *startup* - diante da ausência de capital social robusto e das dificuldades encontradas perante o sistema bancário e suas rigorosas exigências, enfrenta os seguintes questionamentos: “autofinanciamento ou dívida? E que autofinanciamento está disponível? E onde procurar o financiamento? Que tipo de ativo financeiro (obrigações, empréstimo bancário ou ações) que empresa deve emitir? Que maturidade para a dívida?”¹²⁴.

De acordo com o quanto abordado, as *startups*, notadamente pela tendência de abordar inovação e disrupção no mercado em que atuam, apresentam especificidades em colisão com o financiamento empresarial convencional.

Como visto, tais empecilhos são decorrentes da ausência de um ativo tangível, inexistência de garantias reais para oferecer às instituições financeiras em troca da concessão de crédito. Por estar, muitas vezes, em estágio incipiente, repercute na carência de um *track Record*. Tais fatores caracterizam o investimento nessas sociedades como de alto risco e comprometem a capacidade de financiamento pelas instituições financeiras¹²⁵.

Nesse sentido, Schapiro afirma que é regular que o financiamento das *startups* decorra de veículos financeiros próprios, adequado ao investimento de alto risco que a modalidade requer, o capital de risco¹²⁶.

Suplementarmente, Paulo Alcarva declara que, independente da conjuntura empresarial que se viva, o financiamento bancário não está direcionado para determinados segmentos empresariais e investimentos, razão pela qual forçoso se fez o desenvolvimento de alternativos meios de financiamento, objetivando otimizar o financiamento das PME's e *startups*¹²⁷.

¹²² ALCARVA, Paulo. *O Financiamento...*, op. cit. p. 41.

¹²³ Ibid. p. 43.

¹²⁴ Ibid. p. 43.

¹²⁵ SCHAPIRO, Mario Gomes. *Banco...*, op. cit. pp. 271-272.

¹²⁶ Ibid. pp. 272-273.

¹²⁷ ALCARVA, Paulo. *O Financiamento...*, op. cit. p. 54.

Por conseguinte, o maior desafio das *startups* é conquistar investidores que confiem na potencialidade e futura rentabilidade da empresa, alavancando a atividade.

Dessa forma, os sócios fundadores precisam revestir os instrumentos financeiros de investimento da melhor roupagem jurídica, de forma a apresentar um meio viável, que ofereça segurança jurídica e estímulo para o investidor, ao tempo que não onere demasiadamente a *startup* e nem obstaculize o exercício das atividades desta¹²⁸.

Visto isso, passar-se-á à análise dos modelos contratuais mais utilizados atualmente no âmbito das *startups*, tendo em vista que a escolha da estrutura do contrato é fundamental para o sucesso da captação do investimento e das futuras rodadas de *funding*, assim como deverá ser condizente com o estágio da *startup*, o tipo de negócio, o perfil do investidor e dos sócios fundadores.

4.1. CONTRATOS DE INVESTIMENTO

4.1.1. Participação societária (*equity*)

O contrato de *equity* é uma avença de aquisição de participação societária. É o financiamento empresarial através de capital próprio, que envolve a relação de propriedade. O investidor passa a ser sócio da *startup* a partir do momento em que aporta capital nela¹²⁹.

De imediato, o investidor, agora sócio, compartilha os lucros e riscos da *startup* de maneira direta, razão pela qual é natural que deseje emitir opinião com frequência, opinar sobre deliberações relevantes e manifestar-se sobre decisões estratégicas¹³⁰.

Portanto, o sócio investidor estará, desde o princípio, extremamente interessado e, possivelmente, atuante para contribuir com o crescimento da *startup*, ao tempo que, também, exposto a riscos de toda natureza, posto que compromete-se com os direitos e obrigações da composição societária¹³¹.

¹²⁸ LOBO, Alessandra Fortes; VELOSO, Renata Castro. *Como definir a melhor estrutura de investimentos para uma startup*. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-do-l-o-baptista-advogados/como-definir-melhor-estrutura-de-investimentos-para-uma-startup-09022018>>. Acesso em: 20 mar. 2018.

¹²⁹ FONSECA, Victor Cabral. *As origens e particularidades do investimento em startups*. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/5-dicas-juridicas-para-todo-empresario-de-startup-24072017#_edn1>. Acesso em: 09 jun. 2018.

¹³⁰ LOBO, Alessandra Fortes. *Como definir a estrutura de investimentos adequada para sua startup: equity ou convertible debt?*. Disponível em: <<https://direitoforstartups.com/2016/05/16/como-definir-a-estrutura-de-investimentos-adequada-para-sua-startup-equity-ou-convertible-debt/>>. Acesso em: 12 jun. 2018.

¹³¹ Ibid. Loc. cit. Acesso em: 12 jun. 2018.

Sob a perspectiva dos sócios fundadores, cumpre aos tais estabelecer outros mecanismos para mitigar conflitos e uma interferência indesejada do sócio investidor na gestão da *startup*, a exemplo da pactuação de cláusulas de bloqueio, as quais serão abordadas adiante.

4.1.2. Mútuo conversível

O contrato de mútuo conversível é um instrumento híbrido de financiamento, na medida em que ostenta características heterogêneas entre capitais próprios e capitais alheios, tal como explica Paulo Câmara *apud* Ana Perestrelo de Oliveira¹³².

Trata-se de um contrato estruturado, inicialmente, em formato de dívida (capital alheio), mediante a devolução em prazo certo acrescido de encargos ou em troca da possibilidade de conversão da quantia disponibilizada pelo investidor em participação do capital social da empresa investida.

Tal instrumento é proveniente das *convertibles notes* do direito norte americano e das debêntures conversíveis nas sociedades anônimas¹³³.

Nas lições de Ana Perestrelo de Oliveira, essas obrigações convertíveis estipuladas como

valores mobiliários representativos de direitos de crédito dos titulares sobre a sociedade emitente, que lhes conferem, para além do direito ao recebimento de juros periódicos, a faculdade de optarem, em certas condições e em determinado prazo, entre o reembolso, total ou parcial, do capital investido na subscrição das obrigações e a aquisição da qualidade de acionistas da sociedade emitente (faculdade de conversão). A opção pode ser do investidor (*convertibles*) ou do emitente (*reverse convertibles*)¹³⁴.

No ordenamento jurídico português, a possibilidade da conversão da dívida em participação social por iniciativa do emitente, no caso, da *startup*, é prevista no art. 360.º, n.º 2, b), do CSC, por ocasião do DL n.º 26/2015.

Complementarmente, a doutrina aponta um agrupamento de proveitos nessa modalidade contratual, sobretudo no que diz respeito a um meio menos oneroso de financiamento para empresas com avantajado risco associado, na medida que a opção de

¹³² OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual...*, op. cit. p. 151.

¹³³ DUARTE, Luiz Eduardo Soares Silva e. *O que é Investimento por Mútuo Conversível para Startups*. Disponível em: <<http://ndmadvogados.com.br/entendendo-investimento-mutuo-conversivel-startup-empresarial/>> Acesso em: 21 abr. 2018.

¹³⁴ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. *Manual...*, op. cit. p. 160.

conversão permite efetuar uma taxa de dividendo inferior ao que seria admitido na ausência dessa opção¹³⁵.

Além disso, é notória a mitigação de riscos para o investidor, posto que não há que se falar na responsabilidade patrimonial deste antes da conversão, diante da existência de mera dívida da sociedade para com esse.

Enquanto não houver a conversão em participação societária, o investidor não possui qualquer responsabilidade pelo exercício atividades exercidas pela *startup*. Ademais, não possui o direito de deliberação ou ingerência sobre qualquer ato de gestão da *startup*, exceto convenção entre as partes em sentido contrário.

Isto posto, a estruturação do financiamento com base no contrato de mútuo conversível tem sido uma opção bastante utilizada no contexto das *startups*, especialmente porque não onera demasiadamente a sociedade, bem como porque confere segurança jurídica e proteção aos interesses dos investidores, a partir do pressuposto que esse não assume, desde o momento da pactuação, os riscos do negócio, mas, tão somente a partir da conversão¹³⁶.

4.1.3. *Simple Agreement For Future Equity – SAFE*

Esse modelo de financiamento é decorrente do mútuo conversível, elaborado originalmente pela aceleradora *Y Combinator* em 2013, nos Estados Unidos da América, como amadurecimento da prática de investimento em *startups* do Vale do Silício¹³⁷.

É um arquétipo contratual estruturado no mecanismo da *convertible equity*, em alternativa ao *convertible notes*. Enquanto esta requer que a *startup* salde o valor da dívida principal, acrescido dos correlatos encargos, em data de vencimento previamente estipulada, no mecanismo da *convertible equity* não há estipulação de prazo pontual para pagamento da dívida, tampouco juros e demais acréscimos, bem como não há inquietação no tocante à eventual insolvência ou higidez financeira para adimplir a dívida¹³⁸⁻¹³⁹.

¹³⁵ Ibid. p. 160.

¹³⁶ LOBO, Alessandra Fortes; VELOSO, Renata Castro. Loc. cit. Acesso em: 20 mar. 2018.

¹³⁷ BERRÍOS, José Antonio. *Qué es y cómo funciona el instrumento de inversión SAFE?* Disponível em: <<http://blog.broota.com/2016/09/que-es-y-como-funciona-el-safe/>>. Acesso em: 23 abr. 2018.

¹³⁸ LOBO, Alessandra Fortes; VELOSO, Renata Castro. Loc. cit. Acesso em: 20 mar. 2018.

¹³⁹ “SAFE es un acuerdo entre un inversionista y una empresa que entrega opciones de acciones en el Startup sin tener que determinar un valor específico por acción. El inversionista recibe un contrato de opción de suscripción de acciones que se convertirá cuando exista una inversión con valorización o en un evento de liquidación”. BERRÍOS, José Antonio. Loc. cit. Acesso em: 23 abr. 2018.

O instrumento contratual do SAFE prevê a retribuição do capital investido na *startup* na ocorrência de um evento futuro determinado. Diferentemente do mútuo conversível, em que há a prévia estipulação de data certa para vencimento da dívida, no SAFE o investidor receberá *equity* (participação social) mediante a ocorrência do marco vindouro especificamente convencionado entre as partes¹⁴⁰.

Ao passo que as *convertible notes* são dispostas como empréstimos que buscam se tornar participação social, o SAFE não é um instrumento de dívida, portanto, não acumulará juros e demais acréscimos. Desta forma, o montante investido através do SAFE será automaticamente convertido em participação social da *startup* mediante a verificação de um marco específico, que geralmente coincide com o aumento de capital em uma rodada de financiamento subsequente¹⁴¹⁻¹⁴².

Esse modelo é usualmente utilizado pelos *business angels* e apresenta uma vantagem singular em relação ao mútuo conversível, posto que, a partir do momento em que é convencionado um termo para a conversão em *equity*, evita que a *startup* se descapitalize ou não tenha hígidez financeira para arcar com a dívida contraída junto ao investidor.

Por outro lado, apresenta fragilidades para ambas as partes. Via de regra, o evento futuro e determinado que ocasiona a conversão é uma rodada de financiamento por *equity*. Para tanto, a *startup* se compromete com o investidor a emitir *equity*, ainda que não seja um momento oportuno ou com termos favoráveis, ao passo que, para o investidor, este fica na incerteza sobre a ocasião em que se dará a próxima rodada de financiamento¹⁴³.

4.1.4. *Keep It Simple Security* – KISS

Já o formato do KISS surgiu com o intuito de atenuar a insegurança do investidor no que diz respeito ao momento do retorno do investimento. Isto posto, dispõe de ferramentas para a conversão do título em *equity*, a exemplo do termo de maturidade.

¹⁴⁰ LOBO, Alessandra Fortes; VELOSO, Renata Castro. Loc. cit. Acesso em: 20 mar. 2018.

¹⁴¹ BARRIENTOS, Leonardo. *5 Razones Para Usar Safes Al Financiar Tu Startup*. Disponível em <<https://medium.com/lexgo/5-razones-para-usar-safes-al-financiar-tu-startup-5d87ad90b483>>. Acesso em: 24 mai. 2018.

¹⁴² “*Como el dinero invertido vía SAFE no es un préstamo, no acumula interés. Este punto beneficia particularmente a las Startups, sin embargo también mejora la intención final de un inversionista quien nunca tuvo la intención de ser prestamista*”. BERRÍOS, José Antonio. Loc. cit. Acesso em: 23 abr. 2018.

¹⁴³ LOBO, Alessandra Fortes; VELOSO, Renata Castro. Loc. cit. Acesso em: 20 mar. 2018.

Essa ferramenta permite alternar entre a ocorrência de uma nova rodada de financiamento ou, por exemplo, a fixação de um prazo de 18 (dezoito) meses para conversão em participação societária, a opção que primeiro acontecer.

É um instrumento contratual híbrido, na medida que contempla a possibilidade de ser ajustado no formato de *dívida* (capital alheio) ou *equity* (capital próprio), desenvolvido pela aceleradora 500 Startups em 2014, próximo à idealização do modelo do SAFE, porém de abordagem típica dos investidores que preferem o mútuo conversível, segundo Alessandra Fortes Lobo e Renata Castro Veloso¹⁴⁴.

Se por um lado o SAFE não é realmente uma *convertible notes*, o KISS chega muito perto do modelo clássico do *convertible notes*: acumula juros a uma taxa declarada, próxima aos 5% (cinco por cento) e estabelece uma data de vencimento, via de regra, 18 (dezoito) meses após o qual o investidor pode converter o valor do investimento subjacente, acrescido de juros acumulados, em participação social na *startup*¹⁴⁵.

Os investidores do KISS geralmente investem na *startup* em um estágio muito inicial, quando ainda há uma enorme quantidade de risco¹⁴⁶.

4.2. PREVISÃO ESTATUTÁRIA VS. ACORDO PARASSOCIAL

Apresentados os modelos contratuais mais utilizados para a capitalização de *startups* em alternativa ao meio bancário tradicional de financiamento empresarial, convém, agora, mencionar as cláusulas contratuais que visam conferir maior segurança jurídica para os sócios fundadores e investidores.

Posto isso, dado ao ambiente de incerteza que as *startups* estão inseridas, seja pelo caráter inovador e disruptivo do produto posicionado no mercado, seja pelo habitual baixo capital social e as dificuldades de obtenção dos meios de financiamento convencionais, frente à ausência de garantias em contrapartida, pertinente é ressaltar que quanto mais

¹⁴⁴ Ibid. Loc. cit. Acesso em: 20 mar. 2018.

¹⁴⁵ COLTELLA, Giorgia. *SAFE vs. KISS, the evolution of the convertible note*. Disponível em <<https://medium.com/centrally/safe-vs-kiss-the-evolution-of-the-convertible-note-4859d42a867d>>. Acesso em: 10 jun. 2018.

¹⁴⁶ Ibid. Loc. cit. Acesso em: 10 jun. 2018.

transparente, harmônico e pacificador for o estatuto social da *startup*, maior a probabilidade desta atrair e conquistar investidores, diante da sua natureza pública¹⁴⁷.

Logo, a elaboração do ato constitutivo e de acordo parassocial com a consignação de cláusulas específicas preventivas de resolução de conflitos, cláusulas que versam sobre direito de preferência e bloqueio são extremamente relevantes para reger as relações entre os sócios fundadores e entre estes e os investidores.

De acordo com as lições do professor Coutinho de Abreu, “nos estatutos sociais há lugar não só para as menções obrigatórias mas também para *menções facultativas*”¹⁴⁸.

O ato constituinte da sociedade é um contrato, notadamente, um contrato de “fim comum”¹⁴⁹ e de “organização”¹⁵⁰, posto que visa a obtenção de lucros e a consequente partilha entre os sócios, ao tempo que “faz nascer uma entidade estruturada orgânico-funcionalmente”¹⁵¹.

Para além dos elementos obrigatórios do contrato, dispostos expressamente no art. 9.º do CSC, a própria legislação prevê a possibilidade do estabelecimento de regramento próprio, supletivamente à disciplina instituída sob a forma legal, afastando-a, tal como indica o n.º 3, do aludido artigo, desde que o normativo legal não seja imperativo¹⁵².

Desse modo, considerando o estatuto social, um negócio jurídico – corolário da autônoma vontade dos sócios fundadores, assim como entendido enquanto contrato de fim comum e de organização – sobreleva inferir que o alcance do estatuto social não se limita aos fundadores, mas também, a terceiros que mantenham relações com a sociedade, bem como com futuros sócios, posto a natureza normativa do ato constitutivo¹⁵³.

Nesse sentido, os estatutos sociais devem ser interpretados à luz das regras da interpretação dos negócios jurídicos em geral, disciplinados pelos arts. 236.º a 238.º, 280.º e 294.º do CCiv., e ainda em observância ao princípio da boa-fé¹⁵⁴⁻¹⁵⁵.

¹⁴⁷ De acordo com ABREU, Jorge Manuel Coutinho. *Curso...*, op. cit. p. 149, o ato constituinte social “está sujeito à forma especial, deve ser registrado e, normalmente, publicado”.

¹⁴⁸ *Ibid.* p. 113.

¹⁴⁹ *Ibid.* p. 95.

¹⁵⁰ *Ibid.* p. 95.

¹⁵¹ *Ibid.* p. 95.

¹⁵² *Ibid.* pp. 113-114.

¹⁵³ *Ibid.* pp. 137-138. Complementarmente, Coutinho de Abreu aduz que “o estatuto social vincula a sociedade (seus órgãos), e os sócios e é oponível a terceiros.

¹⁵⁴ *Ibid.* pp. 138-139.

¹⁵⁵ CUNHA, Carolina. Acordos parassociais e relações dos sócios com os administradores e algumas cláusulas frequentes. *AB Instantia*: Revista do Instituto do Conhecimento AB. Coimbra, a. III, n. 5, p. 49, 2015.

Por outro lado, previsto no art. 17.º do CSC, os acordos parassociais são compreendidos enquanto

contratos celebrados entre todos ou alguns sócios (ou entre sócios e terceiros), produtores de efeitos atinentes à posição jurídica dos pactuantes sócios (enquanto tais) e, eventualmente, atinentes também a outros pactuantes (terceiros) e à vida societária, mas que não vinculam a própria sociedade¹⁵⁶.

São disciplinados em conformidade com os dispositivos regulares de contratos do CCiv. e não há exigência sobre publicação, prevalecendo a liberdade de forma. Ademais, os acordos parassociais produzem efeitos somente entre as partes e não são oponíveis em face da sociedade, na medida em que o seu descumprimento não repercute societariamente. Ou seja, a eventual penalidade para o não cumprimento é, via de regra, a indenização, e não a impugnação do ato¹⁵⁷⁻¹⁵⁸.

Para Carolina Cunha, a eficácia relativa do acordo parassocial é a primeira das suas limitações, posto que o seu conteúdo é insignificante para efeitos de contestação de atos da sociedade e/ou de atos dos sócios para com esta¹⁵⁹.

Coutinho de Abreu pontua que os acordos parassociais não se confundem com os estatutos sociais, apesar de possuírem alguma conexão, visto que podem apresentar algum influxo na gestão societária, assim como nos direitos e deveres dos sócios. Para além disso, podem dispor sobre a mesma matéria, a exemplo do direito de preferência para alienação de participação social e autorização para cessão de quotas¹⁶⁰.

Apresentando ramificações, Paulo Câmara diferencia a situação jurídica parassocial da extra-social. Para o autor, os direitos extra-sociais exsurgem de uma relação entre os sócios e a sociedade, no contexto de direitos para com a sociedade, enquanto os parassociais correlacionam-se com o vínculo entre sócios¹⁶¹.

Correlato aos direitos extra-societários, Paulo Câmara afirma que, ordinariamente, são estudados como direito remanescente dos sócios de maior afastamento das questões

¹⁵⁶ Ibid. p. 148

¹⁵⁷ Ibid. p. 149.

¹⁵⁸ “Como é sabido, os pactos parassociais têm, em regra, uma eficácia meramente obrigacional, ou, como diz o n.º 1 do art. 17.º do CSC, <têm efeitos entre os intervenientes, mas com base neles não podem ser impugnados actos da sociedade ou dos sócios para com a sociedade>”. MARTINS, Alexandre Soveral. Op. cit. p. 35.

¹⁵⁹ CUNHA, Carolina. Op. cit. p. 48.

¹⁶⁰ ABREU, Jorge Manuel Coutinho. *Curso...*, op. cit, p. 149.

¹⁶¹ CÂMARA, Paulo. Acordos Parassociais: estrutura e delimitação. In: OTERO, Paulo; ARAÚJO, Fernando; GAMA, João Taborda da (org.). *Estudos em Memória do Prof. Doutor J. L. Saldanha Sanches*. Coimbra: Coimbra Editora, 2011. p. 786.

societárias. Logo, podem ser, ainda, subdivididos em direitos creditícios dos sócios e direitos associativos¹⁶².

Ato contínuo, o autor elucida que o ponto de partida da distinção de tais subdivisões é a formação desses direitos: nos direitos creditícios dos sócios, “a qualidade de sócio do seu titular é elemento essencial para explicar a sua origem, o seu regime e, dentro deste, a razão pela qual o direito se desprende da esfera societária no seio da qual ele foi criado”¹⁶³, apontando como consequência, exemplificativamente, o reconhecimento dos deveres de fidelidade durante o vínculo¹⁶⁴.

Por outro lado, afirma que nos direitos associativos “a qualidade de sócio é elemento meramente acidental da sua configuração, em nada intervindo no seu regime”¹⁶⁵, tal como “os condicionamentos legais para contratar impostas aos membros do conselho de administração, membros do conselho geral e de supervisão”¹⁶⁶, visto que tais determinações serão aplicadas aos sócios quando integrantes dos aludidos órgãos¹⁶⁷.

O abalizado jurista expõe as distinções para contrastar as situações jurídicas sociais e parassociais, posto que afirma a inexistência de proibição sobre a inserção de regramentos alheios à vida da sociedade no estatuto social. Continuamente, assegura que o estatuto social é mesclado de cláusulas heterogêneas que se conectam ora à estrutura societária – reconhecidas materialmente à participação social –, ora às demais fixações convencionadas que deliberam sobre assuntos alheios à socialidade¹⁶⁸.

Diante dessa conjuntura, Paulo Câmara interpreta a heterogeneidade das cláusulas em duas categorias, de um lado como materialmente estatutárias e do outro como formalmente estatutárias¹⁶⁹.

Outrossim, o autor assevera ser irrefutável que as cláusulas cuja colação no estatuto servem de requisito para fruir eficácia perante terceiros sejam, fundamentalmente, cláusulas corporativas em sentido material, pelo que é irrefreável a sua natureza estatutária, vide as cláusulas restritivas de transmissibilidade¹⁷⁰.

¹⁶² Ibid. pp. 786-787.

¹⁶³ Ibid. p. 790.

¹⁶⁴ Ibid. p. 790.

¹⁶⁵ Ibid. p. 790.

¹⁶⁶ Ibid. p. 790.

¹⁶⁷ Ibid. p. 790.

¹⁶⁸ Ibid. pp. 790-791.

¹⁶⁹ Ibid. p. 792.

¹⁷⁰ Ibid. p. 792.

O autor descortina essas categorias e divisões acerca dos acordos parassociais e do contrato de sociedade para apontar que, corriqueiramente, é empregado “cinco índices, que espelhariam diferenças ao nível de forma, validade, eficácia, interpretação e alteração dos esquemas negociais”¹⁷¹.

Todavia, em sequência, critica a análise dos institutos por tal formulação simplista, afirmando que, metodologicamente, incorreta seria a distinção da situação jurídica social da parassocial por mera comparação dos efeitos jurídicos¹⁷².

E, todas as considerações formuladas são para sustentar a relevância do entendimento de contrato de sociedade e acordo parassocial enquanto instrumentos de influência na vida societária, posto que o CSC não faz alusão ao posicionamento do plano formal dos acordos parassociais, se dentro ou fora do estatuto social¹⁷³.

Não obstante, é questão incontroversa que não se pode assentir cláusulas extra estatutárias com valor social (ou as “cláusulas parassociais sociais”¹⁷⁴), notadamente porque “os interesses públicos por detrás da aplicação de normas de publicidade ao acto constitutivo conduzem forçosamente a não admitir normas de alcance estatutário que estejam ‘escondidas’, formalmente expurgadas do acto constitutivo”¹⁷⁵.

Por outro lado, o que assegurar quanto as “cláusulas sociais parassociais”¹⁷⁶ ou as cláusulas estatutárias com valor parassocial? Paulo Câmara traça um paralelo sob a perspectiva formalista e materialista acerca do assunto.

Para o jurista, ao não distinguir ou realizar qualquer reserva sobre o estatuto social aglutinar tanto elementos materialmente estatutários quanto elementos apenas formalmente estatutários, a lacuna legislativa portuguesa confere a faculdade de ser exercitado no contrato de sociedade a consignação das convenções parassociais, conferindo a estas o mesmo regime de eficácia¹⁷⁷.

Nessa conjuntura, a previsão de cláusulas específicas nos instrumentos contratuais, quer no ato constitutivo, quer nos pactos parassociais, são meios preventivos de resolução de conflitos, na medida em que se revestem em verdadeiros mecanismos que entrarão em

¹⁷¹ Ibid. pp. 796-797.

¹⁷² Ibid. pp. 796-797.

¹⁷³ Ibid. pp. 809-810.

¹⁷⁴ Ibid. p. 811.

¹⁷⁵ Ibid. p. 811.

¹⁷⁶ Ibid. p. 811.

¹⁷⁷ Ibid. p. 811. O autor ainda acresce que as cláusulas penais insertas nos estatutos sociais para aplicação em caso de violação dos acordos parassociais é um exemplo evidente da situação.

ação nas ocasiões de contendas societárias, resolvendo rápido e pacificamente as controvérsias, independente de submissão da matéria ao Poder Judiciário ou à arbitragem¹⁷⁸.

Por conseguinte, a abordagem acerca das cláusulas abaixo elencadas nos instrumentos contratuais, sobretudo nos estatutos sociais das *startups*, quando possível, é de singular pertinência e relevância, especialmente diante da conjuntura de incerteza e de vulnerabilidade econômica em que estão inseridas, aliado ao fator da dificuldade de obtenção de financiamento, pois demonstrarão um cenário de maior transparência, diligência e precaução para os pretensos investidores, os quais, certamente, optarão por aportar capital em uma *startup* que confira maior segurança jurídica e menor probabilidade de conflitos internos.

4.2.1. Cláusulas de preferência

Uma das cláusulas habituais nos negócios jurídicos entabulados entre sócios é a cláusula de preferência, a qual institui prioridade a um ou mais sócios no direito à aquisição de quotas pelos demais, quando a sua alienação¹⁷⁹.

E, dentro do horizonte do direito de preferência, em que o titular deve ser notificado sobre as quotas em negociação¹⁸⁰, não se destacam duas cláusulas: *right of first offer* e a *right of first refusal*.

A *right of first offer* – ROFO – propicia a um sócio o benefício do direito de oferecimento das quotas, em primeira oferta, pelo sócio que deseja a alienação da sua participação social¹⁸¹.

O sócio que pretende a comercialização das suas quotas deve, sempre, em primeiro lugar, propor a participação social ao sócio beneficiário da cláusula, antes de colocar as quotas à venda para terceiros; logo, o beneficiário tem o privilégio de inaugurar a oferta para a compra dos direitos societários¹⁸².

¹⁷⁸ COX, Marcelo Dourado. *Deadlock Provisions: Resolução Contratual de Conflitos Societários*. Coimbra: Almedina, 2017. p. 34.

¹⁷⁹ SEIXAS, Marcus. *Entenda melhor cláusulas como lock up, first offer e first refusal*. Disponível em: <<http://3s.adv.br/startups/entenda-melhor-clausulas-como-lock-up-first-offer-e-first-refusal/>>. Acesso em: 03 mai. 2018.

¹⁸⁰ A respeito da notificação, as partes devem convencionar um exequível e ponderado prazo de resposta para o tempo de resposta à cláusula, considerando que o determinado lapso temporal influencia na tomada de decisão e pode ser um decisivo fator de pressão para o exercício do direito de preferência.

¹⁸¹ SEIXAS, Marcus. Loc. cit. Acesso em: 03 mai. 2018.

¹⁸² Ibid. Loc. cit. Acesso em: 03 mai. 2018.

O sócio vendedor, por sua vez, tem a faculdade de aceitar ou recusar a oferta do sócio beneficiário, assim como devolver-lhe a oferta, caso não tenha conseguido proposta melhor, ocasião em que o sócio titular do benefício da *first offer*, por seu turno, também é livre para reduzir a sua oferta¹⁸³.

Luís Manuel Teles de Menezes Leitão recorda que, no que diz respeito à forma de cumprimento da cláusula de preferência, o art. 416.º, n.º 2 do CCiv. regula o prazo de 08 (oito) dias para o exercício do direito pelo titular, salvo se convencionado prazo maior ou menor.¹⁸⁴

E, na hipótese de silêncio do sócio beneficiário, no prazo legal ou no convencionado entre as partes, convém salientar que é dado por caducado o direito, ocasião em o sócio alienante poderá comercializar as quotas a qualquer terceiro.

Em outro plano, há a cláusula *right of first refusal* – ROFR –, ou *last look*, a qual confere ao titular o privilégio de cientificar-se de todas as propostas ofertadas sobre as quotas em negociação. O sócio beneficiário poderá comprar a participação social dos sócios alienante ao final das propostas, igualando a sua oferta à maior proposta.

Diferentemente da ROFO, a ROFR traz uma vantagem singular para o sócio titular do direito. Enquanto na ROFO o sócio titular do direito pode dar a primeira oferta, simplificando, talvez, o processo de alienação das quotas – haja vista a possibilidade de evitar uma batalha de preço, se alienadas as quotas desde a primeira possibilidade, mas não impedir que o sócio alienante busque melhores propostas –, na ROFR, o sócio titular do direito sempre terá a palavra final. Isto é, na ROFR, terceiros só ingressarão na sociedade caso o titular do benefício não esteja interessado na aquisição das quotas, não igualando sua oferta à maior conseguida pelo sócio alienante¹⁸⁵.

Por seu turno, Marcus Seixas afirma que a inclusão da ROFR tende a depreciar o valor de negociação das quotas, posto que, certamente, poucos interessados manifestarão proposta, uma vez ciente de que há um sócio na expectativa da oferta para, possivelmente, igualar o valor.

¹⁸³ Ibid. Loc. cit. Acesso em: 03 mai. 2018.

¹⁸⁴ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *Direito das Obrigações*. Vol. 1, 10ª ed, Coimbra: Almedina, 2013. p. 227.

¹⁸⁵ SEIXAS, Marcus. Op. cit. Acesso em: 03 mai. 2018.

No entanto, convém esclarecer que é inequívoco que o objetivo maior do direito de preferência é a “proteção dos interesses dos sócios contra os inconvenientes e prejuízos”¹⁸⁶ que poderiam sofrer.

Aprofundando-se nesta finalidade, nota-se o desdobramento no interesse tripartite do sócio beneficiário, o qual faz prevalecer o seu direito para “que a sua posição dentro da sociedade não seja alterada, contra a sua vontade”¹⁸⁷, bem como “em não ficar preso, isto é, em poder abandonar a sociedade transmitindo a sua participação, o mesmo é dizer as suas ações, realizando o respectivo contravalor”¹⁸⁸.

Para além disso, acresce-se um interesse tipicamente da sociedade, conforme leciona Coutinho de Abreu, baseado no “meio de controlo societário da composição do substrato pessoal da sociedade”¹⁸⁹.

Menezes Leitão, por seu turno, assegura que o pacto de preferência é “a convenção pela qual alguém assume a obrigação de escolher outrem como contraente, nas mesmas condições negociadas com terceiro, no caso de decidir contratar”¹⁹⁰.

E, em virtude do ordenamento português disciplinar o pacto de obrigação nos artigos 414.º e seguintes do Código Civil, em consonância com a conceituação de Menezes Leitão, a ROFO não apresenta estrita conformidade com a legislação pátria, na medida em que confere apenas o direito ao oferecimento da primeira oferta ao titular do direito, pelo que a ROFR afigura-se mais pertinente, em plena congruência com a disciplina legal e doutrinária.

¹⁸⁶ ALBUQUERQUE, Pedro de. *Direitos de preferência dos sócios em aumento de capital*. Coimbra: Almedina, 2004. p. 20.

¹⁸⁷ CARAPINHA, Maria João Castanheira *apud* GARCIA, Augusto Teixeira. *Cláusula de Preferência em Acordo Parassocial: Que Tutela para o Sócio Preferente?*. 2015. Dissertação (Mestrado em Ciências Jurídico-Forense) – Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra, Coimbra. p. 26.

¹⁸⁸ CARAPINHA, Maria João Castanheira *apud* GARCIA, Augusto Teixeira. *Cláusula de Preferência em Acordo Parassocial: Que Tutela para o Sócio Preferente?* (Dissertação de Mestrado – Ciências Jurídico-Forense) Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, 2015. P. 26.

¹⁸⁹ ABREU, Jorge Coutinho de. *Direito de preferência em cessão de quotas*. In: DUARTE, Rui Pinto, VASCONCELOS, Pedro Pais de; ABREU, Jorge Coutinho de (coord.). *II Congresso do Direito das Sociedades em Revista*. Coimbra: Almedina, 2012. p. 147.

¹⁹⁰ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *Direito das Obrigações*. Vol. 1, 10ª ed, Coimbra: Almedina, 2013. p. 225.

4.2.2. *Buy or Sell (Shotgun / Russian Roulette)*

A cláusula *buy or sell* é adequadamente formulada para a célere resolução de conflitos societários, decorrentes da ocorrência de uma situação previamente determinada contratualmente, comumente denominada conflito ou gatilho.

Considerando o cenário de pacificidade e segurança que uma *startup* deve ostentar, a fim de atrair e angariar investidores, a saída de um dos sócios deve ser discutida e ajustada desde o momento da sua constituição, sobretudo se os sócios tiverem o objetivo de evitar a entrada de terceiros estranhos ao quadro societário, sem a anuência dos demais.

Marcelo Dourado Cox minudencia a cláusula como

opções que englobam simultaneamente uma opção de compra e uma opção de venda dadas reciprocamente por cada um dos sócios ou outro sócio. Nestas cláusulas cada sócio se obriga, de forma irrevogável e irretroatável, a, ocorrida determinada situação fática (como um conflito societário de material intransponível), ceder sua participação ao outro sócio, ou a aceitar a cessão da participação do outro sócio para si, mediante o pagamento de preço justo determinado por critérios pré estabelecidos¹⁹¹.

Dessa forma, a cláusula *buy or sell* atua a partir do exercício, por um dos sócios, de um direito contratualmente pré-constituído. Uma vez diante da materialidade definida no contrato, o sócio ofertante indica um valor para a participação social do sócio ofertado, ocasião em que este é compelido a alienar suas quotas pelo preço apresentado ou a comprar a participação social do sócio ofertante pelo mesmo preço ofertado¹⁹².

Independente da opção do sócio ofertado, nota-se que o resultado primordial da cláusula é o término do conflito de forma descomplicada, bem como a retirada dos interesses resistidos de um dos sócios e a sua consequente saída do quadro societário, independentemente de qualquer medida judicial¹⁹³.

Todavia, Marcelo Cox aduz que, embora o efeito mais comum da referida cláusula seja exatamente a exclusão de um dos sócios, é possível a elaboração da cláusula em observância apenas ao controle da sociedade, sem a saída de qualquer um dos sócios. Mas, considerando a ativação da cláusula, por conta de um impasse intransponível, já é um

¹⁹¹ COX, Marcelo Dourado. Op. cit. p. 43.

¹⁹² Ibid. p. 44.

¹⁹³ Ibid. pp. 44-45.

indicativo de que não há mais vontade do sócio permanecer junto aos demais, o que significa um abalo à *affectio societatis*¹⁹⁴.

Por fim, o autor aponta que uma das vantagens dessa pactuação é formar um preço justo para a participação social, posto que o sócio que iniciar a oferta não irá arbitrar um preço avultante a ponto de não poder comprar as quotas do outro sócio, bem como não irá apresentar um preço módico a ponto de ter que vender por tal valor a sua participação¹⁹⁵.

Destarte, a pactuação da *buy or sell* no estatuto social apresenta uma forma pacífica e célere de solução de impasses societários, ao tempo em que a participação social alienada permanece na empresa, não sendo passada a terceiros mas, preservado, ao menos, um dos sócios fundadores, bem como, corolariamente, a ideologia da *startup*, sendo um indicador positivo para investidores que se afinam com o modelo de negócio e com o caráter pessoal da administração das *startups*.

4.2.3. *Lock up*

Consoante Lucas Bezerra Vieira, cláusula *lock up* é um mecanismo jurídico que torna indisponível a transferência de quotas do sócio, por lapso temporal predeterminado. Tem a finalidade de impedir a saída dos sócios fundadores, preservando a administração da sociedade e, sobretudo, evitar que o *know-how* do negócio seja dissipado da sociedade com a saída dos fundadores¹⁹⁶.

Esse instrumento jurídico é muito utilizado no âmbito das *startups*, especialmente nos primeiros anos da sua existência, com vistas à angariação de investidores, inclusive no estatuto social.

A importância da cláusula se afigura na medida em que confere uma segurança ao aporte financeiro dos investidores, posto que hão de ter a garantia da estabilização da administração da *startup* por prazo definido. Afinal, há investimentos que são realizados de

¹⁹⁴ Ibid. p. 45.

¹⁹⁵ Ibid. p. 65

¹⁹⁶ VIEIRA, Lucas Bezerra. A cláusula de "lock up" e as *startups*. Disponível em: <<https://lucasbz.jusbrasil.com.br/artigos/457736870/a-clausula-de-lock-up-e-as-startups>>. Acesso em 02 de maio de 2018.

acordo com as características pessoais dos sócios, que as consideram o principal ativo da *startup*¹⁹⁷.

Apesar de, no caso das *startups*, ser empregada, primordialmente, com a finalidade de proteger os investidores, a *lock up*, também pode ser empregada considerando os interesses dos sócios fundadores em não dissipar o valor da empresa, tal como ocorreu no caso do *Facebook* (apesar da empresa, na ocasião, não estar constituída na forma de sociedade por quotas), no qual todos os contratos de investimento dos acionistas veiculavam a cláusula de *lock up*, tendo expirado a vigência da cláusula apenas um ano após a abertura do capital da empresa na bolsa de valores, em 2013¹⁹⁸.

Via de regra, o prazo de validade convencionado da cláusula é de 03 (três) a cinco (cinco) anos, não ultrapassando isto, pois, prazos muito alongados tendem a afastar investidores, considerando a expectativa de recebimento de novos aportes de capital ou até mesmo a venda do negócio (*exit*)¹⁹⁹.

4.2.4. *Drag Along*

A *drag along* é uma cláusula que vincula os sócios minoritários a aderirem à venda das suas respectivas participações sociais nas mesmas condições que o sócio titular do direito, compreendido, via de regra, como o sócio majoritário²⁰⁰.

Na concepção da nomenclatura da cláusula, o sócio titular do direito tem o poder de arrastar (*drag*) os sócios minoritários ao negócio jurídico entabulado com terceiro.

A estipulação contratual determina que o sócio majoritário não precise de ninguém para a alienação da empresa, ao tempo que oferece aos minoritários a garantia de que terão processada a venda das quotas no mesmo procedimento, valores e condições correspondentes que o majoritário²⁰¹.

¹⁹⁷ VIEIRA, Lucas Bezerra. A cláusula de "lock up" e as *startups*. Disponível em: <<https://lucasbz.jusbrasil.com.br/artigos/457736870/a-clausula-de-lock-up-e-as-startups>>. Acesso em 02 de maio de 2018.

¹⁹⁸ Por NCB Advogados. As Cláusulas de Lock-Up do Acordo de Quotistas|Acionistas. Disponível em: <<http://minasinova.com.br/as-clausulas-de-lock-up-do-acordo-de-quotistasacionistas-2/>>. Acesso em 18 de dezembro de 2017.

¹⁹⁹ VIEIRA, Lucas Bezerra. A cláusula...

²⁰⁰ GOMES, Marina. *O acordo de acionistas e as cláusulas restritivas de circulação das ações*. Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/33296/o-acordo-de-acionistas-e-as-clausulas-restritivas-de-circulacao-das-acoes>>. Acesso em: 21 nov. 2017.

²⁰¹ NUNES, Natália Martins. *Tag along e drag along e a proteção dos direitos dos acionistas*. Disponível em: <<https://ndmadvogados.jusbrasil.com.br/artigos/385715831/tag-along-e-drag-along-e-a-protecao-dos-direitos-dos-acionistas>>. Acesso em: 04 jul. 2018.

Caso o sócio majoritário receba uma proposta para venda da empresa, de acordo com o quanto estipulado, poderá obrigar que os minoritários adiram à proposta aprovada, de modo a alienar as quotas em igualdade de condições.

Em vista disso, percebe-se que o objetivo da *drag along* é dilatar o horizonte para investidores que pretendam 100% (cem por cento) do negócio, aumentando a liquidez da sociedade, na medida em que os minoritários não poderão obstruir a arrematação do negócio, nos termos do pacto²⁰².

Dessa forma, a pactuação da cláusula *drag along* afigura-se benéfica para ambas as partes, na medida em que confere igualdade proporcional aos sócios, majoritário e minoritários, na alienação das respectivas participações sociais, oferecendo garantia de saídas equânimes.

4.2.5. *Tag Along*

A cláusula *tag along*, por sua vez, consiste no direito de venda conjunta. Isto é, um sócio tem o direito de acompanhar o outro no caso de alienação das quotas destes a terceiro.

Usualmente, é empregada para proteger os sócios minoritários, ao passo que possibilita que estes invoquem o instrumento para receber o mesmo valor proporcional por quotas da participação societária do sócio majoritário, em caso de alienação desta²⁰³.

É o chamado direito de venda conjunta, dado que impede que o minoritário seja compelido a “conviver na empresa com novos sócios, com os quais pode não se identificar ou não estar de acordo com suas decisões. Garante, por assim dizer, um direito de saída da sociedade em condições minimamente justas”²⁰⁴.

Lucas Bezerra Vieira indica, ainda, que a cláusula pode ser aplicada de duas maneiras, em forma de vedação à alienação das quotas do sócio majoritário, ou em forma de divisão proporcional do valor ofertado pelo terceiro adquirente entre os sócios que se comprometeram com a cláusula *tag along*²⁰⁵.

²⁰² L'HOTELLIER, Eduardo. *Controle a venda antes que ela ocorra*. Disponível em: <<https://startupi.com.br/2016/10/controle-venda-antes-que-ela-ocorra/>>. Acesso em: 17 jan. 2018.

²⁰³ VIEIRA, Lucas Bezerra. Op. cit. p. 80.

²⁰⁴ GIOVANINI FILHO, Renato. *5 cláusulas que protegem os sócios em temas espinhosos do negócio*. Disponível em: <<https://endeavor.org.br/socios/acordo-de-acionistas-5-clausulas-que-nao-podem-faltar-ou-5-clausulas-que-nao-podem-faltar-para-protger-os-socios/>>. Acesso em: 18 mar. 2018.

²⁰⁵ VIEIRA, Lucas Bezerra. Op. cit. p. 80, em relação à primeira modalidade, exemplificativamente: “(...) caso o adquirente não queira ofertar a mesma proposta para os sócios minoritários, a venda não será possível (...). Ilustrativamente ao segundo modo: “(...) caso o adquirente queira ofertar apenas R\$ 1.000.000,00 por 55% do

Deste modo, nota-se explicitamente que o objetivo da cláusula *tag along* é a proteção do sócio minoritário.

4.2.6. Confidencialidade

O pacto de confidencialidade é um instrumento de proeminente importância nas *startups*, posto que é direcionado à proteção de informações relevantes e confidenciais, veiculando uma obrigação de não fazer.

Considerando a colocação no mercado de um produto inovador, disruptivo e, talvez, ainda não patenteados, é importante que haja sigilo sobre os aspectos do produto e negociações entre os integrantes da *startup*, não se limitando apenas aos sócios, mas também aos empregados e colaboradores, de forma a evitar o vazamento de informações essenciais que podem apagar o diferencial desta²⁰⁶.

Posto isso, o meio mais adequado para o compromisso da confidencialidade é o acordo parassocial ou algum outro instrumento contratual entre as partes vinculadas à sociedade, isto é, contrato de trabalho, colaboração e investimento.

No documento, as partes acordam as informações que devem ser preservadas em confidencialidade, seja antes, durante e até mesmo após a relação jurídica entabulada, de forma a proteger os interesses da *startup* e, por conseguinte, impedem que terceiros alheios ao negócio tomem ciência e utilizem de forma indevida informações privilegiadas²⁰⁷.

Segundo Artur Braga, o contrato deve ser o mais específico possível, com detalhamento e clareza nas cláusulas, assim como estipular penalidades a fim de desencorajar a outra parte a divulgar informações objeto do contrato. Ademais, é usual que a pactuação seja válida durante toda a relação até dois anos após o término da relação jurídica ou finalizadas as tratativas, ainda que esta não seja exitosa²⁰⁸.

capital social da empresa, este percentual não poderá ser adquirido exclusivamente do sócio majoritário, mas sim de todos os sócios, de acordo com as proporções do capital social”.

²⁰⁶ Ibid. p. 63.

²⁰⁷ BRAGA, Artur. *Non Disclosure Agreement (NDA), quando você precisa usá-lo*. Disponível em: <<https://abstartups.com.br/2017/05/10/non-disclosure-agreement-nda-quando-voce-precisa-usa-lo/>>. Acesso em: 01 abr. 2018.

²⁰⁸ Ibid. Loc. cit. Acesso em: 01 abr. 2018.

4.2.7. Não concorrência

Consoante Lucas Bezerra Vieira, a cláusula de não concorrência é um instrumento jurídico orientado para a proteção da *startup* contra sujeitos que, em posse de informações vitais do negócio, pretendam concorrer com esta no mercado²⁰⁹.

Uma vez pactuada, a cláusula de concorrência pretende cercear, sob pena de indenização, que a parte possa atuar, em constituição de uma nova sociedade ou alavancagem de alguma já existente, em determinada área geográfica ou em específica mercado por um lapso temporal pré-determinado, prevalecendo-se o *know how* adquirido na *startup* e oferecendo risco à sobrevivência desta²¹⁰.

Importa salientar que essa cláusula tem expressiva pertinência quando observado o cenário das aceleradoras, posto que, conforme dito alhures, estas acomodam *startups* em suas instalações, participando e aconselhando sua gestão, situação que desdobra-se no conhecimento de particularidades das *startups*, muitas vezes, inclusive, inteirando-se do *know-how* e diferenciais de mercado.

Desse modo, a estipulação da avença de não-concorrência se faz necessária durante o período da relação negocial e jurídica, assim como após findada a relação, não ultrapassando prazo razoável.

Convém, ainda, esclarecer que, quando convencionada entre sócios ou entre sócios e investidores, prevalece a autonomia da vontade das partes, considerando um equilíbrio negocial, subentendendo-se pela liberdade contratual do direito privado, sem prejuízo da observância dos princípios da liberdade econômica e da concorrência.

²⁰⁹ VIEIRA, Lucas Bezerra. Op. cit. p. 75.

²¹⁰ Ibid. p. 75.

5. CONCLUSÃO

Em face do exposto, nota-se que a compreensão da definição de *startup* ultrapassa uma conceituação singular, haja vista apresentar variações de acordo com a localidade e a finalidade que o Estado pretende direcionar para estimular a economia e o desenvolvimento. No entanto, é inequívoco apontar que existem características típicas que as distinguem de uma sociedade comercial padrão.

Dominante, entretanto, a concepção de que as *startups* são empresas em estágio inicial de desenvolvimento, que possuem um modelo de negócio disruptivo e transformador do *status quo* do mercado em que atuam, logo operam em um cenário de profunda incerteza, dado a impossibilidade de afirmação da ideia ou projeto.

Para além dessas características, as *startups* diferenciam-se, também, pela simplificação do plano de negócios, já que os sócios fundadores poderão flexibilizar alguns desses elementos para melhor adaptá-la ao mercado, assim como pelo potencial exponencial de crescimento, em virtude da escalabilidade e repetibilidade.

Uma das duas singularidades concernentes às *startups* é a operação inicial com baixo custo, razão pela qual extrai o máximo das capacidades dos sócios fundadores, na medida em que é, em princípio, o maior ativo da empresa, focando os recursos essencialmente no desenvolvimento do produto ou serviço. A segunda diz respeito ao diminuto capital social, contexto que se desdobra na procura de investidores para possibilitar o almejado crescimento ou arranque das atividades.

Considerando o baixo capital social e o objetivo de exponencial crescimento, é habitual que as *startups* busquem investidores externos para financiar a expansão das atividades. Diante desse contexto, “a forma como se financiam vai ser decisiva”²¹¹.

Assim, diante das peculiaridades que distinguem as *startups*, especialmente o ativo intangível – ausência de estabilidade no mercado e dificuldade de estabelecer um cronograma fixo de pagamento em decorrência do patrimônio escasso –, estas têm comprometido o acesso ao financiamento tradicional bancário, sobretudo pela carência de garantias para satisfazer a dívida²¹².

²¹¹ OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. O papel..., op. cit. p. 238.

²¹² SCHAPIRO, Mario Gomes. *Novos Parâmetros para a Intervenção do Estado na Economia*. Saraiva: São Paulo, 2010. pp. 170-175.

Em reflexão a esse cenário, despontam as incubadoras e aceleradoras, organizações que visam o amadurecimento, profissionalismo, auxílio à angariação de recursos e alavancagem das *startups*.

Via de regra, as incubadoras são, organizações sem fins lucrativos, muitas vezes mantidas por instituições públicas e atreladas à esfera governamental e acadêmica que centralizam o foco nas *startups* ainda em fase prematura, e financiam a empresa com suporte material – por meio da disponibilização de laboratórios, auditórios, escritórios – e intelectual, mediante mentoria e consultoria dos empreendedores que à compõe.

As aceleradoras, por sua vez, são empresas da iniciativa privada, que oferecem aporte de capital para o desenvolvimento do produto ou serviço em troca de participação social na *startup*, ao tempo que oferecem um ambiente propício para a rápida alavancagem da empresa, ajudando na angariação de novos investimentos.

Embora também ofereçam consultoria nos mais diversos segmentos, concentram esforços em tornar o produto ou serviço da *startup* bem alinhado do ponto de vista comercial, a fim de captar recursos financeiros em rodadas de investimento, razão pela qual o alvo das aceleradoras são *startups* já em operação e com alto potencial de alavancagem²¹³.

Em vista disso, percebe-se que o modelo de financiamento da *startup* por meio de uma aceleradora é através do capital próprio, ao passo em que o financiamento que a incubadora proporciona à uma *startup* é de natureza não econômica. Ambas, todavia, elegem as *startups* mediante processo seletivo próprio.

Continuamente, foi analisada outra modalidade de financiamento empresarial alternativa ao sistema bancário, o capital de risco, que é compreendido por Ana Perestrelo de Oliveira como a “aquisição de participações sociais numa empresa em fase de instalação (...) ou reestruturação (...), financiando-a (através de entradas realizadas), tendo em vista a respetiva valorização para posterior alienação da participação com lucro”²¹⁴.

A principal diferença do capital de risco para o modelo tradicional de financiamento bancário é exatamente a assunção dos riscos do negócio. Enquanto naquele o retorno de capital é garantido, com o acréscimo de juros, de forma insubmissa ao sucesso da *startup*, o

²¹³ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE EMPRESAS ACELERADORAS DE INOVAÇÃO E INVESTIMENTO - ABRAII. Op. cit. p. 3. Disponível em: <<http://www.smartalk.com.br/ebook/aceleradora.pdf>>. Acesso em: 06 de mai. de 2018.

²¹⁴ OLIVEIRA, Ana Perestrelo. *Manual...*, op. cit. p. 71.

capital de risco afasta-se dessa segurança, posto que participa de forma intrínseca do capital social da *startup*.

Diferentemente dos EUA, em que há diferenciação entre modalidades do capital de risco, entre *venture capital* – sendo este destinado às pequenas empresas e às *startups* ainda em fase de deslanche – e o *private equity* – direcionado para sociedades já consolidadas e de expressão no mercado, mas não cotada em bolsa de valores –, na Europa é utilizada a expressão *private equity* para toda a indústria do capital de risco.

O capital de risco é pautado na transitoriedade, posto que a participação societária adquirida é temporária, considerando que o objetivo principal dos investidores em capital de risco é a saída da sociedade investida com a perspectiva de lucro, seja através da venda para os anteriores titulares das quotas, a terceiros ou a venda em mercado regulado²¹⁵.

Logo, em razão do alto risco na atividade, bem como da ausência de garantias, o alvo da investigação dos investidores em capital de risco torna-se, também, de índole subjetiva, e busca, por vezes, fatores de feição abstrata – tal como um ambiente de relações pacíficas entre sócios fundadores e a equipe técnica – propícia ao aconselhamento estratégico e à facilitação de *network*, já que é de todo interesse o sucesso da *startup*, na medida em que o êxito desta é o lucro do investidor. Além disso, são avaliados o grau de inovação, o potencial de crescimento e a geração de valor que o produto ou serviço presta ao mercado em que atua.

No ordenamento jurídico português, o capital de risco é regulamentado pela Lei n.º 18/2015 (RJCR), agregado ao Regulamento n.º 3/2015 da CMVM.

A legislação explicita taxativamente quais são os organismos habilitados a investir em capital de risco, entre eles, os de objeto de estudo, a sociedade de capital de risco, sociedades gestoras de fundo de capital de risco, sociedades de investimento de capital de risco, fundos de capital de risco e os investidores em capital de risco.

As sociedades de capital de risco devem ser constituídas na forma de sociedades anónimas, apresentar, obrigatoriamente, «Sociedade de Capital de Risco» ou «SCR» na firma e dispor de capital social mínimo de €125.000 (cento e vinte e cinco mil euros), representado por ações nominativas, tal como preceitua o artigo 11.º, n.º 1 e 2 do RJCR.

Ademais, possuem objeto social mais abrangente, podendo figurar como investidora direta ou gestora de fundos de capital de risco, conforme o art. 17.º, n.º 2 do

²¹⁵ OLIVEIRA, Ana Perestrelo. *Manual...*, op. cit. p. 72.

RJCR, bem como praticar todos os atos necessários à prossecução do seu objeto social, considerando o rol meramente exemplificativo do art. 9.º, n.º 4²¹⁶.

Já os fundos de capital de risco são autônomos, sem personalidade jurídica, porém ostentam personalidade judiciária, nos termos do art. 15.º do RJCR. Têm como objetivo o investimento coletivo de recursos angariados juntos dos investidores da atividade e operam como autênticos fundos de investimentos.

O capital social mínimo dos FRC é de €1.000.000 (um milhão de euros), conforme prevê o art. 21.º, n.º 1, do RJCR e a subscrição mínima de um fundo de capital de risco é no valor de €50.000 (cinquenta mil euros) por investidor²¹⁷.

No que tange aos investidores em capital de risco, o art. 14.º, n.º 2 do RJCR prevê que estes devem se organizar na forma de sociedades unipessoais por quotas – sendo sócio único, pessoa singular – e apresentar a expressão «Investidor em Capital de Risco» ou da sigla «ICR».

Tantos as SCR, os FCR e os ICR são vedados de investir por período de tempo, seguido ou interpolado, superior a 10 anos, disciplinado no n.º 1 do art. 10.º do RJCR.

Em relação aos *business angels*, Ana Perestrelo de Oliveira diferencia-os dos ICR pela informalidade. Aqueles atuam em paralelo ao mercado institucional de capital de risco, de maneira informal²¹⁸.

Normalmente, o *business angel* é um empreendedor que detém *expertise* no segmento de atuação da *startup*, o que faz com que sua atuação não se limite ao aporte de capital, mas, sobretudo ao aconselhamento conceitual e operacional, fomentando uma rede de relacionamentos para o crescimento da *startup*. É o chamado *smart money*.

Por conseguinte, foi analisada uma outra modalidade em ascensão, o *equity-crowdfunding*, que é uma vertente do financiamento colaborativo pautado na expectativa de retorno do investimento realizado. Através de plataformas na *internet*, a *startup* publica uma campanha objetivando atrair contribuições financeiras de pessoas ligadas em rede para o financiamento das suas atividades. É um modelo também pautado no financiamento por capital próprio, na qual o investidor adquire participação social da *startup* investida, partilhando lucros e dividendos²¹⁹.

²¹⁶ OLIVEIRA, Ana Perestrelo. *Manual...*, op. cit. p. 86.

²¹⁷ CÂMARA, Paulo. Op. cit. p. 853.

²¹⁸ OLIVEIRA, Ana Perestrelo. *Manual...*, op. cit. pp. 72-73.

²¹⁹ DUARTE, Diogo Pereira. Op. cit. p. 258.

E, por ser uma forma de financiamento difundida através da *internet*, o *equity-crowdfunding* proporciona o acesso de pequenos investidores ao mercado de capitais, ao tempo que permite uma avaliação do público sobre a aderência do produto ou serviço da *startup*.

Logo, analisadas as formas mais habituais para as *startups* de financiamento alternativo ao sistema bancário, é notável a inclinação através do capital próprio, dada as dificuldades salientadas frente ao financiamento corporativo ordinário.

Nesse esteio, o grande desafio das *startups* é demonstrar um ambiente conveniente ao recebimento de investimento, exibindo elementos que denotem o potencial de crescimento e rentabilidade, e oferecer segurança jurídica e estímulo para o investidor, sem onerar o seu caixa e nem tampouco obstaculizar o exercício das suas atividades.

Diante disso, os sócios fundadores precisam centralizar esforços em conferir uma roupagem jurídica adequada, desde o momento da concepção da *startup*, visando a angariação de investimentos em todos os estágios de maturação da sociedade.

Posto isso, passou-se à análise dos contratos de investimento mais utilizados pelas *startups*, entre eles o contrato de participação societária (*equity*), no qual o investidor adquire quotas da *startup* e incorpora o quadro societário desde o momento da pactuação da avença, assumindo todos os riscos do negócio juntamente com os sócios investidores.

Em seguida, deu-se à apreciação de uma forma contratual híbrida de financiamento, o mútuo conversível – uma combinação de contratação por capital alheio e capital próprio. Estruturalmente, o mútuo conversível é estipulado no formato de dívida, mediante a devolução do principal acrescido de juros, porém, com uma singularidade: a possibilidade de conversão da quantia disponibilizada pelo investidor em participação social da *startup*.

Essa modalidade contratual mitiga os riscos do investidor, posto que, só assume os riscos do exercício da atividade de *startup* a partir do momento da conversão em participação social, e não a partir do momento da pactuação.

Ato contínuo, foi observado o contrato SAFE, desenvolvido, *a priori*, por uma aceleradora de *startups* em 2013, visando suprir alguns inconvenientes do mútuo conversível.

O SAFE é um instrumento contratual de capital próprio. Porém, prevê um evento futuro e determinado para a conversão em participação social, razão pela qual não há que se falar em dívida, mas tão somente no ocorrência do marco vindouro pactuado entre as partes

para a conversão em *equity*. Nessa modalidade, o investidor também assume os riscos do negócio, mas somente a partir da conversão.

Em seguida, o contrato KISS, que é um desdobramento do mútuo conversível e do SAFE, também desenvolvido por uma aceleradora, é um contrato híbrido, podendo ser formatado em modelo de dívida ou *equity*, com data específica de vencimento ou a estipulação de um evento futuro e determinado, o que ocorrer primeiro.

Frente a apresentação dos modelos contratuais de investimento mais usuais ao âmbito das *startups*, deu-se ao exame da legalidade e conveniência de inserção de cláusulas contratuais preventivas de conflitos no estatuto social e no acordo parassocial.

E, considerando que o n.º 3 do art. 9.º do CSC permite que seja veiculado no estatuto social regramento supletivo próprio de vontade dos sócios além dos elementos obrigatórios dispostos no n.º 1 do mesmo artigo – desde que não contrário à norma imperativa –, ao tempo que traduz a autônoma vontade dos sócios, é defendida a inclusão das cláusulas contratuais preventivas de conflitos neste instrumento, sobretudo diante da eficácia *erga omnes*, sujeito à publicidade e ao registro, desde que em estrita consonância com a angariação de investimento e em proveito da *startup*.

Isto porque, a estruturação jurídica da *startup* deve valorizar não somente os sócios fundadores, mas também, criar uma situação favorável para atrair investidores.

Logo, a estipulação de cláusulas específicas no ato constitutivo, quando conveniente, ou nos pactos parassociais, são mecanismos preventivos de resolução de conflitos, ao passo em que servem como instrumentos pacificadores e consensuais que atuarão nas ocasiões de contendas societárias, solucionando com agilidade e eficiência as controvérsias, independente de submissão da matéria ao Poder Judiciário ou à arbitragem.

Dessarte, as cláusulas de preferência, de bloqueio e de saída abordadas nesse expediente se revelam ferramentas jurídicas essenciais para o sucesso da *startup*, especialmente no que tange à promoção de um ambiente propício à aproximação dos investidores, concebidos estes como fundamentais para a sobrevivência daquela.

6. BIBLIOGRAFIA

ABSTARTUPS. *Tudo que você precisa saber sobre startups*. Disponível em: <<https://abstartups.com.br/2017/07/05/o-que-e-uma-startup/>>. Acesso em: 23 abr. 2018.

ABREU, Jorge Coutinho de. *Curso de Direito Comercial: Das sociedades*. 5ª ed. v. II. Coimbra: Almedina, 2015.

_____. Direito de preferência em cessão de quotas. In: DUARTE, Rui Pinto, VASCONCELOS, Pedro Pais de; ABREU, Jorge Coutinho de (coord.). *II Congresso do Direito das Sociedades em Revista*. Coimbra: Almedina, 2012.

ALBUQUERQUE, Pedro de. *Direitos de preferência dos sócios em aumento de capital*. Coimbra: Almedina, 2004.

ALCARVA, Paulo. *O Financiamento bancário de PME*. Coimbra: Almedina, 2017.

AQUINO, Leonardo Gomes. *Affectio Societatis nas sociedades*. Disponível em: <<http://estadodedireito.com.br/affectio-societatis-nas-sociedades/>>. Acesso em: 06 set. 2017.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE EMPRESAS ACELERADORAS DE INOVAÇÃO E INVESTIMENTO - ABRAII. *Guia de Aceleradoras*. Disponível em: <<http://www.smartalk.com.br/ebook/aceleradora.pdf>>. Acesso em: 06 de mai. de 2018.

BARRIENTOS, Leonardo. *5 Razones Para Usar Safes Al Financiar Tu Startup*. Disponível em <<https://medium.com/lexgo/5-razones-para-usar-safes-al-financiar-tu-startup-5d87ad90b483>>. Acesso em: 24 mai. 2018.

BERRÍOS, José Antonio. *Qué es y cómo funciona el instrumento de inversión SAFE?* Disponível em: <<http://blog.broota.com/2016/09/que-es-y-como-funciona-el-safe/>>. Acesso em: 23 abr. 2018.

BRAGA, Artur. *Non Disclosure Agreement (NDA), quando você precisa usá-lo*. Disponível em: <<https://abstartups.com.br/2017/05/10/non-disclosure-agreement-nda-quando-voce-precisa-usa-lo/>>. Acesso em: 01 abr. 2018.

CAETANO, Paulo. *Capital de Risco*. Lisboa: Actual, 2013.

CALDEIRA, Rui. O Contributo das Sociedades de Capital de Risco para o Empreendedorismo. 2013. Dissertação (Mestrado em Gestão) – Business & Economics School, Instituto Superior de Gestão, Lisboa, 2013.

CÂMARA, Paulo. *Manual dos Valores Mobiliários*. 3ª ed. Coimbra: Almedina, 2016.

_____. Acordos parassociais: estrutura e delimitação. In: OTERO, Paulo; ARAÚJO, Fernando; GAMA, João Taborda da (org.). *Estudos em Memória do Prof. Doutor J. L. Saldanha Sanches*. Coimbra: Coimbra Editora, 2011.

CATARINO, Luís Guilherme. Crowdfunding e crowdinvestment: o Regresso ao Futuro?. *CEDIPRE Online*. Coimbra, n. 32, mar. 2017. pp. 1-65.

COLTELLA, Giorgia. *SAFE vs. KISS, the evolution of the convertible note*. Disponível em <<https://medium.com/centrally/safe-vs-kiss-the-evolution-of-the-convertible-note-4859d42a867d>>. Acesso em: 10 jun. 2018.

COX, Marcelo Dourado. *Deadlock Provisions: Resolução Contratual de Conflitos Societários*. Coimbra: Almedina, 2017.

CUNHA, Carolina. Acordos parassociais e relações dos sócios com os administradores e algumas cláusulas frequentes. *AB Instantia: Revista do Instituto do Conhecimento AB*. Coimbra, a. III, n. 5, p. 49, 2015. pp. 45-86.

DUARTE, Diogo Pereira. Financiamento colaborativo de capital (equity-crowdfunding). In: CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira (coord.). *FinTech: Desafios da Tecnologia Financeira*. Coimbra: Almedina, 2017. pp. 247-300.

DUARTE, Luiz Eduardo Soares Silva e. *O que é Investimento por Mútuo Conversível para Startups*. Disponível em: <<http://ndmadvogados.com.br/entendendo-investimento-mutuo-conversivel-startup-empresarial/>> Acesso em: 21 abr. 2018.

ENDEAVOR BRASIL. Saiba como as incubadoras podem ajudar sua empresa. Disponível em: <<https://endeavor.org.br/tomada-de-decisao/como-incubadoras-podem-ajudar-empresa/>>. Acesso em: 11 mai. 2018.

FONSECA, Victor Cabral. *As origens e particularidades do investimento em startups*. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/5-dicas-juridicas-para-todo-empendedor-de-startup-24072017#_edn1>. Acesso em: 09 jun. 2018.

GARCIA, Augusto Teixeira. *Cláusula de Preferência em Acordo Parassocial: Que Tutela para o Sócio Preferente?*. 2015. Dissertação (Mestrado em Ciências Jurídico-Forense) – Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra, Coimbra.

GIOVANINI FILHO, Renato. *5 cláusulas que protegem os sócios em temas espinhosos do negócio*. Disponível em: <<https://endeavor.org.br/socios/acordo-de-acionistas-5-clausulas-que-nao-podem-faltar-ou-5-clausulas-que-nao-podem-faltar-para-protoger-os-socios/>>. Acesso em: 18 mar. 2018.

GITAHY, Yuri. *Start ups, Investidor-anjo, Aceleradoras e Incubadoras*. Disponível em: <<https://demostenesfarias.files.wordpress.com/2013/01/startups-investidor-anjo-aceleradora-e-incubadora.pdf>>. Acesso em: 26 de jan. 2018.

GOMES, Marina. *O acordo de acionistas e as cláusulas restritivas de circulação das ações*. Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/33296/o-acordo-de-acionistas-e-as-clausulas-restritivas-de-circulacao-das-acoes>>. Acesso em: 21 nov. 2017.

IAPMEI; APCRI. *Guia Prático do Capital de Risco*. Disponível em: <<http://www.novabase.pt/SiteCollectionDocuments/PT/NovabaseCapital/GuiaPraticodoCapitaldeRisco.pdf>>. Acesso em: 07 abr. 2018.

LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *Direito das Obrigações*. Vol. 1, 10ª ed, Coimbra: Almedina, 2013.

LEITE, Pedro. *Crowdfunding: critical factors to finance a project sucessfully*, Disponível em: <<https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/71581/2/51556.pdf>>. Acesso em: 11 jun. 2018.

L'HOTELLIER, Eduardo. *Controle a venda antes que ela ocorra*. Disponível em: <<https://startupi.com.br/2016/10/controle-venda-antes-que-ela-ocorra/>>. Acesso em: 17 jan. 2018.

LOBO, Alessandra Fortes. *Como definir a estrutura de investimentos adequada para sua startup: equity ou convertible debt?*. Disponível em:

<<https://direitoforstartups.com/2016/05/16/como-definir-a-estrutura-de-investimentos-adequada-para-sua-startup-equity-ou-convertible-debt/>>. Acesso em: 12 jun. 2018.

LOBO, Alessandra Fortes; VELOSO, Renata Castro. *Como definir a melhor estrutura de investimentos para uma startup*. Disponível em: < <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-do-l-o-baptista-advogados/como-definir-melhor-estrutura-de-investimentos-para-uma-startup-09022018>>. Acesso em: 20 mar. 2018.

MARTINS, Fran. *Curso de Direito Comercial*. 30ª ed. atualizada por Carlos Henrique Abrão. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

MARTINS, Alexandre Soveral. Notas sobre os acordos parassociais relativos à transmissão de acções. In: OTERO, Paulo; ARAÚJO, Fernando; GAMA, João Taborda da (org.). *Estudos em Memória do Prof. Doutor J. L. Saldanha Sanches*. Coimbra: Coimbra Editora, 2011. pp. 29-56.

MASNICK, Mike. *Nanotech Excitement Boosts Wrong Stock*. Disponível em: <<https://www.techdirt.com/articles/20031204/0824235.shtml>>. Acesso em: 23 out. 2017.

NUNES, Natália Martins. *Tag along e drag along e a proteção dos direitos dos acionistas*. Disponível em: <<https://ndmadvogados.jusbrasil.com.br/artigos/385715831/tag-along-e-drag-along-e-a-protecao-dos-direitos-dos-acionistas>>. Acesso em: 04 jul. 2018.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo. *Manual de Corporate Finance*. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2017.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. O papel das startups na FinTech e o ciclo de financiamento de startups. CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira (coord.). *FinTech: Desafios da Tecnologia Financeira*. Coimbra: Almedina, 2017. pp. 237-246.

OLIVEIRA, Madalena Perestrelo de. As recentes tendências da FinTech: disruptivas e colaborativas. In: CORDEIRO, António Menezes; OLIVEIRA, Ana Perestrelo de; DUARTE, Diogo Pereira (coord.). *FinTech: Desafios da Tecnologia Financeira*. Coimbra: Almedina, 2017. pp. 59-68.

PITA, Manuel António. Apontamentos sobre capital social e património nas sociedades comerciais. In: OTERO, Paulo; ARAÚJO, Fernando; GAMA, João Taborda da (org.).

- Estudos em Memória do Prof. Doutor J. L. Saldanha Sanches*. Coimbra: Coimbra Editora, 2011. pp. 499-525.
- RIES, Eric. *A Startup Enxuta*. Tradução de Carlos Szlak. Rio de Janeiro: Leya Casa da Palavra, 2012.
- RAMOS, Maria Elisabete. *Direito Comercial e das Sociedades: Entre as Empresas e o Mercado*. Coimbra: Almedina, 2018.
- SANTOS, João Vieira dos. Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades. *Revista Electrónica de Direito*. Online, n. 2, jun. 2015. Disponível em: <<https://www.cije.up.pt/download-file/1334>>. Acesso em: 22 mar. 2018. pp. 1-39.
- SCHAPIRO, Mario Gomes. Banco de Desenvolvimento, Regulação e Auto-regulação: complementaridade regulatória no mercado brasileiro de capital de risco. In: SCHAPIRO, Mario Gomes; TRUBEK, David M. *Direito e Desenvolvimento: um diálogo entre os Brics*. São Paulo: Saraiva, 2012. pp. 259-301.
- _____. *Novos Parâmetros para a Intervenção do Estado na Economia*. Saraiva: São Paulo, 2010.
- SCHILLER, Robert. *A ética das finanças*. Tradução de Pedro Carvalho e Guerra e Rita Carvalho e Guerra. Lisboa: Bertrand, 2015.
- SEIXAS, Marcus. *Entenda melhor cláusulas como lock up, first offer e first refusal*. Disponível em: <<http://3s.adv.br/startups/entenda-melhor-clausulas-como-lock-up-first-offer-e-first-refusal/>>. Acesso em: 03 mai. 2018.
- SHARK TANK. *Como fazer o "Pitch"*. Disponível em: <<https://sharktank.pt/como-fazer-o-pitch/>>. Acesso em: 29 mai. 2018.
- SILVA, Eduardo Sá. *Dicionário de Gestão*. Porto: Vida Económica, 2013.
- START-UP BRASIL. *Diferenças entre incubação e aceleração*. Disponível em: <<http://www.startupbrasil.org.br/2013/09/26/diferencas-entre-incubacao-e-aceleracao/>>. Acesso em: 07 mar. 2018.
- STONE, Brad. *As Upstarts*. Tradução de Berilo Vargas. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2017.

TOSTES, Fernando P.; TERRA, Branca Regina Cantisano. Capital de Risco Privado em Universidades: Um Estudo Comparativo Brasil/Estados Unidos. *XXIV Simpósio de Gestão da Inovação Tecnológica*. Gramado: ANPAD, 2006. pp. 1-14.

TRINDADE, Hugo Alexandre. *De forma simples o que é uma Startup?*. Disponível em: <<https://www.hugoalexandretrindade.com/de-forma-simples-o-que-e-uma-startup/>>.

Acesso em: 13 mar. 2018.

VIEIRA, Lucas Bezerra. *Direito para Startups: Manual Jurídico para Empreendedores*. Natal: Queiroz, Barbosa e Bezerra, 2017.