

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

Rodrigo de Carvalho Kencis

**Estruturas de Investimento em *Startups* Atuantes no Segmento de Finanças
Descentralizadas**

MESTRADO EM DIREITO

São Paulo

2023

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Rodrigo de Carvalho Kencis

**Estruturas De Investimento Em *Startups* Atuantes No Segmento De Finanças
Descentralizadas**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito, sob a orientação da Professora Doutora Maria Eugênia Reis Finkelstein.

São Paulo

2023

Autorizo exclusivamente para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta Tese de Mestrado por processos de fotocopiadoras ou eletrônicos.

Assinatura _____

Data _____

E-mail _____

Sistemas de Bibliotecas da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo -
Ficha Catalográfica com dados fornecidos pelo autor

Kencis, Rodrigo de Carvalho
Estruturas de Investimento em Startups Atuantes
no Segmento de Finanças Descentralizadas / Rodrigo
de Carvalho Kencis. -- São Paulo: [s.n.], 2023.
115p ; cm.

Orientador: Maria Eugênia Reis Finkelstein.
Dissertação (Mestrado)-- Pontifícia Universidade
Católica de São Paulo, Programa de Estudos Pós
Graduados em Direito.

1. Direito Comercial. 2. Startups. 3.
Investimento. 4. Finanças Descentralizadas. I.
Finkelstein, Maria Eugênia Reis. II. Pontifícia
Universidade Católica de São Paulo, Programa de
Estudos Pós-Graduados em Direito. III. Título.

CDD

Rodrigo de Carvalho Kencis

**Estruturas de Investimento em *Startups* Atuantes no Segmento de Finanças
Descentralizadas**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito, sob a orientação da Professora Doutora Maria Eugênia Reis Finkelstein.

Aprovado em: ____/____/____.

Banca Examinadora

Professora Doutora Maria Eugênia Reis Finkelstein (Orientadora)

Julgamento: _____

Instituição: PUC-SP Assinatura: _____

Professor(a): _____

Julgamento: _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Professor(a): _____

Julgamento: _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradecer à minha esposa Juliana, pelo apoio e por todo o suporte que me ofereceu até o final desta jornada. Meu amor incondicional e eterna gratidão.

Ao meu filho Arthur, que veio ao mundo em um período de grande teste de amor, compaixão e fraternidade para toda a humanidade. Sua chegada renovou minha vida e minha esperança de que dias melhores sempre virão.

Aos meus pais, Luiz e Angela, bem como, à Cristina e Faria, que tanto me proporcionaram para eu pudesse chegar até aqui.

Aos meus irmãos e irmãs, Luiz, Francisco, Mariana, Naiara e Rui, bem como, aos meus sobrinhos e sobrinhas. Não seria quem sou sem todos os exemplos e lições que recebi de cada um de vocês.

Por fim, agradeço a minha orientadora, Professora Doutora Maria Eugênia Reis Finkelstein, pelos inesgotáveis ensinamentos, pelo direcionamento e apoio ao longo do curso.

RESUMO

KENCIS, Rodrigo de Carvalho. **Estruturas de Investimento em Startups Atuantes no Segmento de Finanças Descentralizadas.**

A presente dissertação tem como objetivo discorrer acerca das estruturas de investimento em *startups* atuantes no segmento de finanças descentralizadas. Atualmente ocupando o segundo lugar no mercado de finanças descentralizadas, o Brasil vem se tornando destaque pelos projetos que vem sendo desenvolvidos em seu território, bem como, pelo volume de investimentos recebidos por *startups* atuantes no mercado de *DeFi*. Ao longo do presente trabalho, procurou-se demonstrar o processo evolutivo das *startups*, desde a concepção da ideia até sua implementação, bem como, apresentar o caminho percorrido por fundadores e investidores, tendo como ato final a celebração de um instrumento de investimento. Além da exposição teórica, esta dissertação teve como objetivo trazer o processo de investimento em sua concepção prática, por meio da exposição de cláusulas contratuais usualmente utilizadas em instrumentos firmados para tal propósito. Espera-se que o presente trabalho possa estimular o aprofundamento do estudo do mercado de finanças descentralizadas, o qual ainda se encontra sob constantes incursões legais e regulatórias por parte do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários.

Palavras-chave: Direito Comercial; *Startups*; Investimento; Finanças Descentralizadas.

ABSTRAT

KENCIS, Rodrigo de Carvalho. **Investment structure for startups acting in decentralized finance market.**

This dissertation discusses investment structures in startups operating in the decentralized finance sector. Currently holding second place in the decentralized finance market, Brazil has been standing out for the projects being developed on its territory and for the volume of investments received by startups operating in the DeFi market. Throughout this work, we sought to demonstrate the evolutionary process of startups, from the idea's conception to its implementation, and to present the path taken by founders and investors, culminating in the celebration of an investment instrument. In addition to the theoretical exposition, this dissertation aimed to bring the investment process into practical conception by exposing contractual clauses commonly used in instruments signed for this purpose. This work expects to stimulate the deepening of the study of the decentralized finance market, which is currently under legal and regulatory scrutiny from the Brazilian Central Bank and the Brazilian Securities and Exchange Commission.

Keywords: Commercial Law; Startups; Investment; Decentralized Finance.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Modelo de Gestão.....	36
----------------------------------	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Fórmula de Cálculo de Ativo por Fluxo de Caixa Descontado.....	46
Tabela 2 – Resumo de Métodos de Valoração de Tecnologias.....	49

LISTA DE ABREVIATURAS

Art.	Artigo
Arts.	Artigos
CBDC	Central Bank Digital Currencies
CLT	Consolidação das Leis do Trabalho
CVM	Comissão De Valores Mobiliários
DDM	<i>Dividend Discount Model</i>
DCF	Fluxo de Caixa Descontado
De-Fi	<i>Decentralized Finance</i>
DLT	Tecnologia de Registro Compartilhado
DP	Departamento Pessoal
FCFE	<i>Free cash flow to equity</i>
FCFF	<i>Free cash flow to the firm</i>
FFF	<i>Family, friends and fools</i>
KE	<i>Cost of Equity</i>
MPV	<i>Minimum Viable Product</i>
PMEs	Pequenas e Médias Empresas
RH	Recursos Humanos
TCV	<i>Technology Crossover Ventures</i>
TSA	Instrumento Particular de Compra e Venda de Token
UI	<i>User Interface</i>
USPAP	<i>Uniform Standards of Professional Appraisal Practice</i>
UX	<i>User Experience</i>
WACC	<i>Weighted average cost of capital</i>

SUMÁRIO

CONSIDERAÇÕES INICIAIS	8
1. CONCEITO E ESTRUTURAS SOCIETÁRIAS DAS STARTUPS	11
1.1. Conceito	11
1.2. Estruturas Societárias	13
1.3. Sociedade Comum	16
1.4. Sociedade Limitada	20
1.5. Sociedade Anônima	21
1.6. Modalidades Iniciais De Financiamento	24
1.6.1. <i>Bootstrapping E FFF</i>	24
1.6.2. Inclubadoras E Aceleradoras	25
1.7. <i>Minimum Viable Product (“MVP”)</i>	26
2. MODELOS DE ORGANIZAÇÃO INTERNA E MECANISMOS DE CONTROLE DAS STARTUPS	29
2.1. Modelos De Organização Interna	29
2.2. Modelo De Galbraith	30
2.3. Modelo De Van De Ven Et Al	31
2.4. Modelo De Kazanjian	32
2.5. Mecanismos De Controle	34
2.6. Controladoria	34
2.7. Funções Da Controladoria	35
2.8. Processo De Gestão	37
2.9. Controles De Dados E Informações	38
2.10. Conselho Fiscal	39
3. MÉTODOS DE AVALIAÇÃO	44
3.1. Avaliação Por Fluxo De Caixa Descontado	45
3.2. Avaliação Por Múltiplos	48
3.3. Avaliação Da Tecnologia	49
3.4. Outros Métodos De Avaliação	52
4. MODALIDADES DE FINANCIAMENTO	59
4.1. Investidores Anjo	59
4.2. Rodadas De Investimento	65
4.3. Série A	65
4.4. Série B	66

4.5. Séries C, D, E <i>Later Stage</i>	67
5. PROCESSO DE INVESTIMENTO	69
5.1. Contrato De Confidencialidade.....	69
5.2. Memorando De Entendimentos.....	71
5.3. Auditoria Legal.....	74
6. INVESTIMENTOS EM PROJETOS DE DEFI	82
6.1. Tecnologia <i>De-Fi</i>	82
6.2. <i>Tokens E Smart Contracts</i>	83
6.3. <i>Tokens E Suas Modalidades</i>	84
6.4. Estruturas Contratuais De Investimento	86
6.5. Estrutura <i>Safe + Token Warrant</i>	86
6.6. Estrutura <i>Soft</i>	92
6.7. Estrutura <i>Tsa</i>	95
7. CASOS PRÁTICOS.....	100
7.1. Caso Moeda Semente	100
7.2. Caso Salinas	101
8. CONSIDERAÇÕES FINAIS	105
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	108

CONSIDERAÇÕES INICIAIS

A Associação Brasileira de Startups, a qual conta com uma base de mais de 7.000 (sete mil) startups associadas, realiza um mapeamento do panorama das startups em território nacional desde 2018.

De acordo com seu último levantamento¹, (i) 51,1% (cinquenta e um vírgula um por cento) das startups se encontram localizadas na região Sudeste; (ii) 26,5% (vinte e seis vírgula cinco por cento) na região Sul; (iii) 13,4% (treze vírgula quatro por cento) na região Nordeste; (iv) 5,4% (cinco vírgula quatro por cento) na região Centro Oeste; e (v) 3,6% (três vírgula seis por cento) na região Norte.

Analisando os dados acima sob a ótica dos Estados, dentre os Estados que mais concentram startups, listamos Minas Gerais, em terceiro lugar, com 9,5% (nove vírgula cinco por cento) das startups mapeadas. Em seguida, o Estado de Santa Catarina com 12,6% (doze vírgula seis por cento) das startups mapeadas. E, por fim, o Estado de São Paulo, concentrando 32,5% (trinta e dois vírgula cinco por cento) das startups objeto do levantamento.

No que concerne aos seus fundadores e considerando as startups que possuem um único fundador, o levantamento indicou que (i) 73,8% (setenta e três vírgula oito por cento) são fundadores de gênero masculino e (ii) 16,9% (dezesseis vírgula nove por cento) são fundadores do gênero feminino. Já considerando o critério raça, 69% (sessenta e nove por cento) dos fundadores se declararam brancos; (ii) 17,8% (dezessete vírgula oito por cento) pardos; (iii) 7,2% (sete vírgula dois por cento) pretos; (iv) 1,7% (um vírgula sete por cento) amarelos; (v) 0,2% (zero vírgula dois por cento) indígenas; e (vi) 4,1% (quatro vírgula um por cento) optaram por não responder.

Já no que se refere ao critério idade, (i) 21,0% (vinte e um por cento) dos fundadores possuem entre 36 (trinta e seis) a 40 (quarenta) anos; (ii) 20,9% (vinte vírgula nove por cento) entre 31 (trinta e um) a 35 (trinta e cinco) anos; (iii) 18,2% (dezoito vírgula dois por cento) possuem 46 (quarenta e seis) anos ou mais; (iv) 16,3% (dezesseis vírgula três por cento) entre 26 (vinte e seis) e 30 (trinta) anos; (v) 15,5% (quinze vírgula cinco por cento) entre 41 (quarenta e um) e 45 (quarenta e cinco) anos; (vi) 7,0% (sete por cento) possuem entre 20 (vinte) a 25 (vinte e cinco) anos; e (vii) 1,1% (um vírgula um por cento) possuem menos de 20 (vinte) anos.

¹ Mapeamento do Ecossistema Brasileiro de Startups – Insights Brasil. Associação Brasileira de Startups (Abstartups) e Deloitte. Acesso em 23 nov.2022

Em relação à orientação sexual, (i) 92,1% (noventa e dois vírgula um por cento) se declararam heterossexual; (ii) 2,9% (dois vírgula nove por cento) homossexual; (iii) 1,8% (um vírgula oito por cento) bissexual; e (iv) 3,2% (três vírgula dois por cento) não responderam ou declararam nenhum dos anteriores.

Outra estatística trazida pelo levantamento se refere ao perfil das startups. Considerando as startups, objeto do estudo, os maiores segmentos identificados foram de educação (edtechs) com 11,5% (onze vírgula cinco por cento) das startups; (ii) saúde e bem-estar (healthtech e life science) com 9,4% (nove vírgula quatro por cento); (iii) finanças (fintechs) com 8,5% (oito vírgula cinco por cento).

Conforme levantamento realizado pela plataforma *Distrito*², no primeiro semestre do ano de 2022 foram US\$ 2,92 bilhões investidos em 327 (trezentas e vinte e sete) operações, representando uma baixa de 44% (quarenta e quatro por cento) na comparação com o mesmo período do ano de 2021. Quando analisadas as rodadas de investimento, também foi identificada uma diminuição de 21% (vinte e um por cento) no número de rodadas.

No que tange às rodadas de investimento, foi constatado um aumento no número de rodadas *seed* de 86% (oitenta e seis por cento) em relação ao primeiro semestre do ano de 2021, enquanto as de *early stage* (séries A e B) cresceram 14% (quatorze por cento). No entanto, com relação aos aportes *late stage* (série C em diante), notou-se uma queda de 68% (sessenta e oito por cento) em relação ao primeiro semestre do ano de 2021.

Especificamente em relação aos setores investidos, o mesmo levantamento indicou que o de *fintechs* liderou as rodadas de investimento, tendo recebido um montante de US\$ 1,36 bilhão, seguido por *retailtechs*, movimentando US\$ 370 milhões e *HRtechs*, as quais receberam aportes totalizando US\$ 250 milhões.

Ocupando a terceira posição no mercado e a liderança na captação de recursos, as *fintechs* vem tendo grande destaque no mercado de inovação no Brasil. Dentre as *fintechs* mais relevantes destacamos *C6 Bank*, *Ebanx*, *Stone*, *Nubank*, *PagSeguro*, as quais, inclusive, já detém o status de “unicórnio”.

O termo “unicórnio” diz respeito às startups de capital fechado com *valuation* superior a US\$ 1.000.000.000,00 (um bilhão de dólares norte-americanos). O conceito foi criado em

²BRITO, Carina. **Investimentos em startups caem 44% no primeiro semestre, diz Distrito**: segundo dados da plataforma, no período, foram us\$ 2,92 bilhões investidos em 327 deals. previsão de que aportes devem ultrapassar us\$ 10 bilhões em 2022 foi revista. Segundo dados da plataforma, no período, foram US\$ 2,92 bilhões investidos em 327 deals. Previsão de que aportes devem ultrapassar US\$ 10 bilhões em 2022 foi revista. 2022. Disponível em: <https://revistapegn.globo.com/Startups/noticia/2022/07/investimentos-em-startups-caem-44-no-primeiro-semester-diz-distrito.html>. Acesso em: 30 nov. 2022.

2013 pela investidora americana Aileen Lee, em artigo publicado na plataforma *TechCrunch* sob o título *Welcome to the Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups*.³

Uma vez atingido o status de “unicórnio”, referidas empresas podem adotar como caminhos para sua expansão promover a abertura de seu capital em bolsa de valores, se fundir com outra companhia ou mesmo permanecer com seu capital fechado, realizando novas rodadas de captação junto à fundos de *private equity* ou *venture capital*.

Relativamente às *fintechs* que já promoveram a abertura de seu capital, temos *PagSeguro*, *Stone* e *Nubank*, as quais movimentaram, quando de suas operações, US\$ 2,3 bilhões; US\$ 1,2 bilhões e US\$ 2,6 bilhões, respectivamente.

Uma vez demonstrada a relevância das *fintechs* e a importância de seu segmento na atração de investimentos internos e externos, é fundamental entendermos, inicialmente, o conceito de *startup*, sua natureza jurídica, bem como, as etapas de seu desenvolvimento até atingir o status de unicórnio.

³ LEE, Aileen. **Welcome To The Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups**. 2013. Disponível em: <https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/>. Acesso em: 13 dez. 2022.

1. CONCEITO E ESTRUTURAS SOCIETÁRIAS DAS *STARTUPS*

1.1. Conceito

Erik Frederico Oioli⁴, em sua obra *Manual de Direito para Startups*, empregou para conceituar o que seria uma *startup* a definição apresentada pelo autor Eric Ries. De acordo com Ries, as *startups* são “uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza”.⁵

Ao expor seu posicionamento acerca do conceito apresentado por Ries, Oioli entendeu que:

[...] é certo que tal definição diz muito pouco sobre o conceito de *startup*, mas, segundo referido autor, sua importância reside justamente no que tal simples frase não diz. Não diz nada a respeito do tamanho da empresa, da atividade ou do setor da economia. Qualquer pessoa que está criando um produto ou negócio sob condições de extrema incerteza é um empreendedor, quer saiba ou não, e independentemente do tipo de instituição. E a própria organização de uma instituição pressupõe uma série de atividades: contratação de funcionários, sua coordenação, contratação de fornecedores e criação de uma cultura empresarial que gera resultados. A ideia de produto, segundo o autor, abrange qualquer fonte de valor para as pessoas que se tornam clientes daquela *startup*. Qualquer coisa que os clientes vivenciam da interação com uma empresa deve ser considerada parte do produto daquela empresa. E tal geração de valor, ainda segundo o autor, está associada à ideia de inovação.⁶

O conceito de *startup* também já é objeto de definição no âmbito de legislações de países como Estados Unidos, Itália e Índia. Sob a ordem do sistema legal norte-americano, temos o seguinte conceito para as *startups*:

Uma empresa *startup*, ou simplesmente *startup*, é uma empresa com um histórico operacional limitado. Essas empresas, geralmente recém-criadas, estão em uma fase de desenvolvimento e pesquisa de mercados. As empresas *startup* podem assumir várias formas, incluindo aquelas que são simplesmente empresas de estilo de vida, mas o termo *startup* geralmente está associado a empresas de alto crescimento e orientadas para a tecnologia. Os investidores geralmente se sentem mais atraídos por essas novas empresas que se destacam por seu perfil de risco/recompensa e escalabilidade. Ou seja, elas têm custos de inicialização mais baixos, maior risco e maior potencial de retorno sobre o

⁴ OIOLI, Erik Frederico (coord.). **Manual de direito para startups**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

⁵ RIES, Eric, 2011 *apud* OIOLI, Erik Frederico (coord.). **Manual de direito para startups**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

⁶ OIOLI, Erik Frederico (coord.). **Manual de direito para startups**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

investimento. Startups de sucesso geralmente são mais escaláveis do que um negócio estabelecido, no sentido de que elas podem crescer rapidamente com um investimento limitado de capital, mão de obra ou estrutura.⁷ (tradução nossa)

Já sob o ponto de vista do ordenamento jurídico italiano, Oioli traz em sua obra a seguinte consideração:

A Lei 221, de 17 de dezembro de 2012, conforme modificada, define, em seu artigo 25, a *startup innovativa*, como quaisquer empresas com capital partilhado (ou seja, sociedades limitadas, *società di capitali*), incluindo cooperativas, cujas partes de capital – ou equivalentes – não são cotadas num mercado regulamentado nem num sistema de negociação multilateral que: (i) são novas ou foram incorporadas há menos de cinco anos; (ii) sediadas na Itália ou membros da UE, mas têm pelo menos uma filial localizada na Itália; (iii) tenha receita inferior a €5 milhões por ano; (iv) não paguem dividendos; (v) têm como principal objetivo corporativo o desenvolvimento, produção e comercialização de produtos ou serviços de alta tecnologia; (vi) não foram incorporadas como resultado de fusão, venda ou desdobramento; (vii) atendam a pelo menos um dos seguintes requisitos: (a) pelo menos 15% da diferença entre receitas e custos operacionais são gastos em pesquisa e desenvolvimento anualmente; (b) pelo menos 1/3 dos empregados são candidatos de doutoramento ou são PhD, ou pelo menos 2/3 dos empregados, acionistas ou colaboradores possuem um mestrado; ou (c) a empresa possui ou licencia uma patente ou um *software* registrado.⁸

Com relação ao sistema jurídico indiano, recorreremos também às palavras de Oioli, o qual apresentou, em sua obra, o seguinte conceito:

Uma entidade deve ser considerada como uma *startup*: (i) até um período de sete anos a contar da data de constituição ou registro, se for constituída como uma *private limited company* (conforme definido no *Companies Act*, 2013) ou registrada como uma *partnership firm* (registrada ao abrigo da secção 59 do *Partnership Act* de 1932) ou uma *limited liability partnership* (sob o *Limited Liability Partnership Act*, 2008) na Índia. No caso de *Startups* no setor de biotecnologia, o período será de dez anos a partir da data de sua incorporação ou registro; (ii) a receita da entidade em qualquer dos exercícios desde a incorporação ou registro não tenha excedido US\$ 3,85 milhões; e (iii) a entidade esteja buscando a inovação, desenvolvimento ou melhoria de produtos ou processos ou serviços, ou se é um modelo de negócio escalável com um alto potencial de geração de emprego ou criação de riqueza.⁹ (tradução nossa)

⁷USLEGAL. **Startup companies law and legal definition.** Disponível em: <https://definitions.uslegal.com/s/startup-companies/>. Acesso em: 06 de dezembro de 2022.

⁸ OIOLI, Erik Frederico (coord.). **Manual de direito para startups.** 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

⁹ NEW DELHI, 2018 *apud* OIOLI, Erik Frederico (coord.). **Manual de direito para startups.** 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

A legislação brasileira, por sua vez, acabou por trazer a definição de startup no âmbito da Lei Complementar n. 182, de 1º de junho de 2021 (“Marco Legal das *Startups*”).

De acordo com o art. 4º do Marco Legal das *Startups*, são enquadradas como *startups* “as organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados”.¹⁰

Como pode-se notar nas definições acima, as *startups* se destacam por algumas características comuns. Primeiramente, são modelos de negócio focados para o desenvolvimento de um produto ou serviço inovador, que seja facilmente escalável. Outro traço marcante das *startups* é a sua necessidade constante de caixa ao longo do início de suas atividades, daí o elevado risco assumidos por seus investidores iniciais. Adicionalmente, importante mencionar a não perspectiva de lucro em sua fase inicial, tendo em vista que a ideia ainda se encontra em fase de desenvolvimento, no início da concepção de seu *minimum viable product* (“MVP”) e análise do público-alvo do produto ou serviço.

Não obstante o cenário acima, para as *startups* que conseguem o chamado “Vale da Morte”, superar os obstáculos iniciais pode trazer retornos substanciais aos seus fundadores e investidores iniciais, posto que acabam por chamar a atenção de investidores seriais ou relevantes do ponto de vista econômico, permitindo o ingresso de recursos mais robustos com foco na aceleração do crescimento do negócio para, a qualquer momento, ser objeto de uma oferta de aquisição de seu controle ou mesmo da totalidade de seu capital social por investidores institucionais, fundos de *private equity* ou competidores, buscando a consolidação do mercado de atuação da *startup*.

Ao longo do presente trabalho, serão apresentados os modelos societários implementados nas *startups*, seu ciclo de crescimento até a ocorrência de um evento de liquidez.

1.2. Estruturas Societárias

O conceito de sociedade se encontra previsto no art. 981 do Código Civil, o qual dispõe que “celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício da atividade econômica e a partilha, entre si, dos

¹⁰ BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 01 de junho de 2021. Brasília, 01 jun. 2021. Disponível em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp182.htm. Acesso em: 20 dez. 2022.

resultados”.¹¹ O que seria, por sua vez, um contrato de sociedade?

Para conceituarmos o contrato de sociedade recorreremos à definição de França, sendo:

[...] o contrato de sociedade é um negócio jurídico de caráter plurilateral, ou, conforme concepções mais modernas, associativo, regendo-se, precipuamente, em sua constituição, por normas de direito privado, que visam à proteção dos próprios contratantes, quer em função de eventual incapacidade para a expressão da vontade (agente absoluta ou relativamente incapaz – sanção: nulidade absoluta ou anulabilidade, cf., respectivamente, arts. 166, I e 171, I, do Código Civil), quer em função de ter sido a vontade viciada (art. 171, II). Por isso, a validade do negócio jurídico requer agentes capazes, manifestação do consentimento de forma hígida, bem como objeto lícito, possível, determinado ou determinável, e forma prescrita ou não defesa em lei (art. 104). Uma vez preenchidos esses requisitos, o negócio jurídico societário é válido (e, nesse sentido, inteiramente regular).¹²

O primeiro elemento apresentado do contrato de sociedade é seu caráter plurilateral, ou seja, a necessidade de participação de, pelo menos, duas partes.

Tal conceito, no entanto, acabou caindo por terra, inicialmente pela instituição da empresa individual de responsabilidade limitada – EIRELI, na forma do art. 980-A do Código Civil, instituído pela Lei nº 12.441/2011, a qual, posteriormente, acabou por ser revogada quando da entrada em vigor da Lei nº 14.382/2022.

Adicionalmente à figura da EIRELI, a Lei nº 13.874/2019 promoveu a alteração do §1º do art. 1052 do Código Civil, passando a prever a possibilidade de constituição de uma sociedade empresária limitada por 1 (uma) ou mais pessoas.

Outro elemento seria a contribuição de bens ou serviços para o exercício da atividade econômica. Os tipos societários existentes dão tratamento distintos tanto para a possibilidade de oferta de bens quanto para a contribuição em serviços, como veremos a seguir.

Em seguida, o art. 981 faz menção ao exercício de atividade econômica, o qual, conforme disposto no art. 966 do Código Civil, integra o conceito de empresário, nos termos a seguir:

Art. 966. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços. Parágrafo único. Não se considera empresário quem exerce profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores, salvo se o exercício da profissão constituir

¹¹ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Código Civil**. Brasília, 10 jan. 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

¹² AZEVEDO, Erasmo Valladão; FRANÇA, Novaes. **A Sociedade em Comum**. São Paulo: Malheiros Editores, 2013. p. 115-116.

elemento de empresa.¹³

O exercício da atividade de empresário é privativo dos indivíduos em plena capacidade civil, excluídos os legalmente impedidos da prática de tal atividade, conforme dispõem os arts. 972 e 973 do Código Civil, abaixo transcritos:

Art. 972. Podem exercer a atividade de empresário os que estiverem em pleno gozo da capacidade civil e não forem legalmente impedidos.¹⁴

Art. 973. A pessoa legalmente impedida de exercer atividade própria de empresário, se a exercer, responderá pelas obrigações contraídas.¹⁵

Já a sociedade, por sua vez, pode ser considerada empresária, quando tem por propósito a prática de atividade econômica privativa de empresário, sendo as demais classificadas como simples. Assim dispõe o art. 982 do Código Civil:

Art. 982. Salvo as exceções expressas, considera-se empresária a sociedade que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário sujeito a registro (art. 967); e, simples, as demais.¹⁶

De acordo com o art. 983 do Código Civil, as sociedades empresárias devem ser constituídas sob uma das formas previstas nos arts. 1.039 a 1.089 do Código Civil, sendo (i) sociedade em nome coletivo (arts. 1.039 a 1.044); (ii) sociedade em comandita simples (arts. 1.045 a 1.051); (iii) sociedade limitada (arts. 1.052 a 1.087); e (iv) sociedade anônima (arts. 1.088 a 1.089 no que for omissa a Lei nº 6.404/1976).

Quando do início de suas atividades, os empreendedores costumam optar pela constituição de sociedades empresárias limitadas. Isso decorre pelo fato de se tratar de um tipo societário cuja constituição e operação se dá de forma simplificada, quando comparado a estrutura de uma sociedade anônima. Contudo, ainda que escolhida quaisquer das modalidades ora indicadas, enquanto não houver o registro do seu correspondente ato constitutivo perante o registro de comércio, considera-se a sociedade como em formação, ou sociedade comum.

¹³ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Código Civil**. Brasília, 10 jan. 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

¹⁴ *Ibidem*.

¹⁵ *Ibidem*.

¹⁶ *Ibidem*.

1.3. Sociedade Comum

Na sociedade em comum, a comprovação de sua existência, entre seus sócios, se dá exclusivamente por forma escrita. Já sob o ponto de vista de seus ativos e passivos, os mesmos constituem um patrimônio separado, cujos sócios são titulares em comum. Outra importante característica das sociedades em comum é que seus sócios respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais, sendo excluído do benefício de ordem, o sócio que tenha contratado em nome da sociedade.

Ao tratar acerca da sociedade comum, Erasmo Valadão entende que:

conclui-se que a sociedade em comum se configura em três hipóteses (arts. 986 e 987 do Código Civil”): a) quando foi constituída e exercer sua atividade sem prova escrita; ou b) com prova escrita, mas sem inscrição no registro próprio, ou antes dele; ou c) seu registro for cancelado, mas continuar no exercício de sua atividade. Abrange, portanto, tanto a antiga sociedade de fato (como tal entendida aquela formada sem prova escrita), como a antiga sociedade irregular (como tal entendida aquela com prova escrita, mas cujo contrato não tivesse inscrito no registro próprio).¹⁷

Em relação a necessidade de sua comprovação por prova escrita, tal encargo já era previsto no Código Comercial, em seu artigo 303, o qual dispunha que “nenhuma ação entre os sócios ou destes contra terceiros, ao se fundar a sua intenção na existência da sociedade, será admitida em juízo se não for logo acompanhada por instrumento probatório da existência da mesma sociedade”.¹⁸

Ainda acerca da necessidade de prova escrita para comprovar a existência da sociedade por um sócio, Marcelo Féres esclarece o seguinte:

O Código Civil de 2002, ao regular a prova da sociedade em comum, acabou mantendo a essência do sistema delineado pelo Código Comercial. Seu art. 987 estabelece que “Os sócios, nas relações ente si ou com terceiros, somente por escrito podem provar a existência da sociedade, mas os terceiros podem prová-la de qualquer modo”. Isso é, os terceiros fazem prova da sociedade por qualquer meio admissível pelo ordenamento, enquanto, dos sócios, tanto entre si como perante terceiros, exige-se prova escrita, ou seja, documental.

¹⁷ AZEVEDO, Erasmo Valladão; FRANÇA, Novaes. **A Sociedade em Comum**. São Paulo: Malheiros Editores, 2013. p. 122-123.

¹⁸ BRASIL. Lei nº 556, de 25 de junho de 1850. **Código Comercial**. Secretaria d'Estado dos Negocios da Justiça, 01 jul. 1850. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/lim556.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

Assinale-se, aliás, que, quando a causa se fundar na existência da sociedade é que a lei exige a sua prova. Demandas outras, cujo fundamento seja negócio diverso, não dependem disso. De todo modo, compreendida a sociedade em comum como o regime das sociedades contratuais em formação, cujo ponto de partida é a assinatura do respectivo ato constitutivo (documental), parece razoável a imprescindibilidade de prova por escrito.¹⁹

Já no que se refere a questão patrimonial, recorreremos aos ensinamentos de Sylvio Marcondes e Pontes de Miranda, ambos trazidos por Erasmo Valladão em sua aclamada obra acerca do tema. Conforme apresentado por Erasmo Valladão, em clássico estudo sobre a questão, publicado anos após, em 1970, Sylvio Marcondes assim concluiu:

O trajeto percorrido no campo da teoria objeto de direito, apreciando a conceituação dos bens que os constituem; sua classificação e o posto ocupado pelas universidades; a natureza e a distinção da *universitas facti* e da *universitas iuris*; as diferentes concepções do patrimônio; a posição escolhida, entre elas, pelo legislador brasileiro; a ocorrência de separações patrimoniais; a estrutura e a natureza do patrimônio separado – leva a admitir a viabilidade da criação, em termos de eficácia jurídica, de patrimônio comercial desmembrado do patrimônio geral do comerciante. *Incontroverso, como é que a universalidade de direito constitui um complexo de relações jurídicas ativas e passivas, formado por força de lei para unificação das mesmas relações, o patrimônio separado, por sua estrutura caracterizada páginas atrás, havia de enquadrar-se nessa categoria dos objetos de direito.* E isso é indubitável, quer atribuisse o legislador, como atribuiu, a mesma natureza ao patrimônio geral, quer não atribuisse. *Apartado do patrimônio geral para realizar um determinado fim, o patrimônio separado concentra, em si, o ativo e o passivo emergentes do complexo de relações jurídicas necessárias à satisfação desse fim.* A despeito disso, objeto de direito submetido ao poder do sujeito, continua a gravitar, como um satélite, na órbita do titular. Configura-se, portanto, o patrimônio separado como base objetiva apropriada para receber, em direito constituendo, a construção jurídica de instituto, que, propício à demarcação de uma área patrimonial, permita limitar-se a extensão da responsabilidade. Aliás, tem esse sentido o rumo evolutivo do problema.²⁰

Para Pontes de Miranda, no que diz respeito à formação do patrimônio separado ou especial, destaca Erasmo Valladão que:

O patrimônio separado ou especial forma-se pelo que nêle entrou simultaneamente ou após a criação dele, pelo que se adquire em virtude de direito pertencente ao patrimônio, ou pelo que se há de sub-rogar àqueles ou a esses elementos, e pelo que se adquire em virtude de negócio jurídico ou ato jurídico *stricto sensu*, referente ao patrimônio. (...) ***Todo patrimônio especial***

¹⁹ FÉRES, Marcelo Andrade. **Sociedade em Comum**: disciplina jurídica e institutos afins. São Paulo: Saraiva, 2011.

²⁰ MARCONDES, Sylvio *apud* AZEVEDO, Erasmo Valladão; FRANÇA, Novaes. **A Sociedade em Comum**. São Paulo: Malheiros Editores, 2013. p. 152-153.

tem um fim. Esse fim é que lhe traça a esfera própria, lhe cria a pele conceptual, capaz de armá-lo ainda quando nenhum elemento haja nêle. No patrimônio geral, o fim é a distinção mesma da pessoa entre as pessoas físicas ou jurídicas. (...) *Os patrimônios especiais têm os seus fins, ou fixados pela manutenção de vontade, ou pela lei* (fins de usufruto pelo marido, ou pelo titular do pátrio poder; fim da liquidação concursal). A especialidade do patrimônio faz nascerem direitos, pretensões, ações e exceções que não tinha o titular do patrimônio geral, de que foi separado, *e.g.*, o devedor não pode impugnar atos que diminuíram o seu patrimônio, e podem-no os credores, segundo o art. 52 do Decreto-lei n. 7.661 de 21 de junho de 1945 (ineficácia relativa;...). *O fim contribui para se determinar a titularidade da administração, que pode não tocar ao titular do patrimônio especial*. Tal distinção entre titulares apenas torna mais visível a separação. Quando a administração cabe ao titular do patrimônio geral, é menos visível a separação, e toca ao titular o *dever de respeitar a discriminação com as* consequências de direito civil, penal e administrativo. (...) O passivo do patrimônio especial é o conjunto de dívidas, obrigações, situações passivas nas ações e exceções que expõem o patrimônio especial à satisfação dos titulares desses elementos do passivo. Por abreviação, mas somente por abreviação, diz-se que são dívidas do patrimônio especial, dívidas da massa concursal, obrigações e situações passivas do patrimônio especial, da massa concursal, etc. Devedor, obrigado, sujeito passivo das ações e exceções é o titular do patrimônio especial, e com os elementos do patrimônio especial é que se hão-de-cumprir (execução voluntária, execução forçada) aqueles deveres, obrigações, ou o que fôr (...) As relações entre o patrimônio especial e o geral, a despeito da mesma titularidade, podem ocorrer, como entre patrimônios especiais de graus diferentes, de modo a ser nitidamente visível a separação [...].²¹

Como acima demonstrado, a necessidade de segregação entre o patrimônio geral e especial se dá pela realidade da execução de atividade empresária, não havendo outra razão senão para tal finalidade. Da mesma forma, não há que se falar em confusão entre os passivos do titular do patrimônio geral e os passivos da sociedade, os quais se encontram sujeitos ao patrimônio especial.

A pretensão da confusão patrimonial, muito utilizada como embasamento para pedidos generalizados de desconsideração da personalidade jurídica, visando alcançar o patrimônio geral, quando insuficiente o patrimônio especial, veio por trazer ruído ao princípio da segregação patrimonial. Na busca por afirmar o princípio da segregação patrimonial, a entrada em vigor da Lei nº 13.874/2019, alterando o disposto no art. 50 do Código Civil, buscou trazer o conceito de confusão patrimonial, bem como, apresentar os elementos de sua caracterização. Dispõe o novo art. 50:

“Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, pode o juiz, a requerimento

²¹ AZEVEDO, Erasmo Valladão; FRANÇA, Novaes. **A Sociedade em Comum**. São Paulo: Malheiros Editores, 2013. p. 154-155.

da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, desconsiderá-la para que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares de administradores ou de sócios da pessoa jurídica beneficiados direta ou indiretamente pelo abuso. (Redação dada pela Lei nº 13.874, de 2019)

§ 1º Para os fins do disposto neste artigo, desvio de finalidade é a utilização da pessoa jurídica com o propósito de lesar credores e para a prática de atos ilícitos de qualquer natureza. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

§ 2º Entende-se por confusão patrimonial a ausência de separação de fato entre os patrimônios, caracterizada por: (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

I - cumprimento repetitivo pela sociedade de obrigações do sócio ou do administrador ou vice-versa; (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

II - transferência de ativos ou de passivos sem efetivas contraprestações, exceto os de valor proporcionalmente insignificante; e (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

III - outros atos de descumprimento da autonomia patrimonial. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

§ 3º O disposto no caput e nos §§ 1º e 2º deste artigo também se aplica à extensão das obrigações de sócios ou de administradores à pessoa jurídica. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

§ 4º A mera existência de grupo econômico sem a presença dos requisitos de que trata o caput deste artigo não autoriza a desconsideração da personalidade da pessoa jurídica. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

§ 5º Não constitui desvio de finalidade a mera expansão ou a alteração da finalidade original da atividade econômica específica da pessoa jurídica. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019).²²

Além da questão patrimonial, a ausência de registro de seu instrumento de constituição também afeta questões relacionadas às deliberações entre os sócios.

Estabelece o art. 986 que “enquanto não inscritos os atos constitutivos, reger-se-á a sociedade, exceto por ações em organização, pelo disposto neste Capítulo, observadas, subsidiariamente e no que com ele forem compatíveis, as normas da sociedade simples”.²³

Qual o tratamento, então, a ser dado para deliberações no âmbito de sociedade em comum que tenha adotado a forma de sociedade limitada ou sociedade anônima. Tal questão já objeto de análise por Erasmo Valladão, o qual apresentou a seguinte exposição:

Se o contrato da sociedade em comum tiver adotado a forma de sociedade limitada, diversas outras consequências advirão. A começar, por exemplo, pelo quórum exigido para as deliberações: na sociedade simples, tudo o que disser respeito à matéria constante do art. 997, dependerá da unanimidade (art. 999). Nas sociedades limitadas, há diferentes quóruns de deliberação, como se sabe (art. 1.076). E assim por diante, inclusive, a nosso ver, para efeitos de exclusão extrajudicial de sócio, se prevista no contrato (art. 1.085). Desse modo, se o contrato da sociedade em comum tiver adotado a forma de

²² BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Código Civil**. Brasília, 10 jan. 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

²³ *Ibidem*.

sociedade limitada – ou outro tipo de sociedade empresária, exceto os das sociedades por ações – esta deverá ter prevalência *interna corporis*.²⁴

Importante ressaltar, acerca dos quóruns de deliberação das sociedades limitadas, a recente alteração promovida quando da entrada em vigor da Lei nº 14.451/2022, a qual, por meio da revogação do inciso I do art. 1.076 do Código Civil, reduziu o quórum de deliberação das matérias objeto do referido inciso para mais da metade do capital social, ficando os mesmos equiparados ao quórum de deliberação no âmbito das sociedades anônimas.

Passemos, agora, a discorrer sobre os principais elementos das sociedades limitadas.

1.4. Sociedade Limitada

As disposições relativas às sociedades limitadas se encontram dispostas no art. 1.052 e seguintes do Código Civil. De acordo com o §1º do art. 1.052, as sociedades limitadas poderão ser constituídas por uma ou mais pessoas.

Com relação à composição de seu capital, estabelece o inciso III do art. 997 que o capital social das sociedades limitadas poderá ser composto por quaisquer espécies de bens, desde que suscetíveis de valor pecuniário²⁵. O §2º do art. 1.055 do Código Civil, por sua vez, veda a possibilidade de composição do capital social em prestação de serviços.²⁶

Caberá ao sócio que integralizar sua parcela do capital social em bens estimar os valores de referidos bens quando de sua conferência em favor da sociedade, respondendo todos os sócios, solidariamente, em relação aos valores estimados dos bens conferidos em favor da sociedade, até o prazo de cinco anos da data do registro da sociedade.

Quando da constituição de *startups*, os empreendedores usualmente precificam os ativos tangíveis e intangíveis que compõe o modelo de negócio a ser operado pela *startup* com base nos custos dispendidos pelos mesmos até o momento da constituição da sociedade limitada.

A administração das sociedades limitadas poderá ser exercida por uma ou mais pessoas, as quais poderão ser designadas no próprio contrato social ou por instrumento separado. Importante ressaltar que até o ano de 2021, estrangeiros só poderiam ser designados como diretores de sociedades com sede no Brasil, mediante obtenção de visto de residência

²⁴ AZEVEDO, Erasmo Valladão; FRANÇA, Novaes. **A Sociedade em Comum**. São Paulo: Malheiros Editores, 2013. p. 142-143.

²⁵ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Código Civil**. Brasília, 10 jan. 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

²⁶ *Ibidem*.

permanente solicitado pela própria sociedade.

Contudo, com a entrada em vigor da Lei nº 14.195/2021, acabou-se por extinguir tal exigência no âmbito das sociedades anônimas, a qual, em seu art. 126, apresentada como condição para a nomeação de um diretor estrangeiro ser residente no Brasil.

Já no âmbito das sociedades limitadas, dada a ausência de previsão expressa no Código Civil quando da entrada em vigor da Lei nº 14.195/2021, passou-se a questionar se os efeitos de tal normativo também se estenderiam para as sociedades limitadas, o que acabou por ser dirimido pela publicação da Instrução Normativa nº 112 do Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração, a qual, conforme seu art. 5º, incluiu expressamente a possibilidade de nomeação de administradores estrangeiros por sociedades limitadas.

Já no que se refere às deliberações, as mesmas são tomadas em reuniões ou assembleia de sócios, cuja convocação é por iniciativa de seus administradores, conforme disposições previstas no contrato social da sociedade. O Código Civil, contudo, prevê a possibilidade de convocação de reuniões ou assembleias de sócios pelos próprios, conforme disposto no inciso I de seu art. 1.073.

Em relação aos quóruns de deliberação, para as matérias listadas nos incisos II, III, IV, V, VI e VIII do caput do art. 1.071 do Código Civil, estarão sujeitas à aprovação pelos votos correspondentes a mais da metade do capital social. Para os demais casos previstos na lei, por maioria de votos dos presentes, ou por maioria mais elevada, se assim disposto no contrato social da sociedade.²⁷

No que se refere aos seus resultados, nas sociedades limitadas o sócio participa dos lucros e das perdas, na proporção das respectivas quotas. Contudo, o art. 1.007 prevê a possibilidade de distribuição de forma distinta, ou seja, desproporcional.

Os empreendedores podem, alternativamente à constituição de uma sociedade limitada, optar pela constituição de uma sociedade anônima, estrutura societária essa mais complexa em comparação à sociedade limitada.

1.5. Sociedade Anônima

A lei das sociedades anônimas, em seu art. 80, estabelece os requisitos preliminares para a constituição de uma sociedade anônima, sendo (i) subscrição, pelo menos por 2 (duas)

²⁷ BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas**. Brasília, 15 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

pessoas, de todas as ações em que se divide o capital social fixado no estatuto; (ii) realização, como entrada, de 10% (dez por cento), no mínimo, do preço de emissão das ações subscritas em dinheiro; e (iii) depósito, no Banco do Brasil S/A., ou em outro estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, da parte do capital realizado em dinheiro, o qual deverá ser realizado pelos seus fundadores, no prazo de 5 (cinco) dias contados do recebimento das quantias, em nome dos subscritores e a favor da sociedade em organização, que só poderá levantá-lo após o registro de seu ato constitutivo na junta comercial do local de sua sede.²⁸

Já com relação ao capital social, assim como nas sociedades limitadas, o capital social das sociedades anônimas poderá ser constituído em dinheiro ou quaisquer bens suscetíveis de valoração econômica. A precificação dos bens nas sociedades anônimas, contudo, será de responsabilidade de 3 (três) peritos ou empresa especializada, nomeados em assembleia geral dos subscritores.

Caberá o estatuto social definir o número de ações no qual o capital social será dividido, bem como, se tais ações terão ou não valor nominal. No estatuto social também serão definidas as espécies de ações a serem emitidas, se ordinárias, preferenciais ou de fruição, a depender dos direitos e vantagens que venham a garantir aos seus titulares. Cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembleia geral.

No que refere à administração das sociedades anônimas, a administração das mesmas é de atribuição de um conselho de administração e de uma diretoria, ou somente uma diretoria, se assim previsto em seu estatuto social. Haverá a obrigatoriedade de instituição de um conselho de administração para sociedades anônimas de capital autorizado.

Em relação ao conselho de administração, será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia geral, podendo ser destituíveis a qualquer tempo, também por iniciativa da assembleia geral. O art. 146 estabelece que somente pessoas naturais poderão ser eleitas para o conselho de administração, sendo que conselheiros residentes no exterior deverão constituir representante no país como requisito para sua posse. O prazo de gestão dos conselheiros não poderá ser superior a 3 (três) anos, sendo permitida sua reeleição.²⁹

No que concerne à diretoria, a lei das sociedades anônimas estabelece, em seu art. 143, que a mesma poderá ser composta, assim como nas sociedades limitadas, por 1 (um) ou mais membros eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração ou, se

²⁸ BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas**. Brasília, 15 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

²⁹ *Ibidem*.

inexistente, pela assembleia geral.³⁰ O mesmo dispositivo legal também autoriza que membros do conselho de administração possam ser eleitos para ocupar o cargo de diretores da sociedade, desde que limitado a 1/3 (um terço) da composição do conselho de administração.

Da mesma forma que no conselho de administração, somente pessoas naturais poderão ser eleitas para cargos de administração da companhia, sendo que diretores residentes no exterior deverão constituir representante no país como requisito para sua posse. O mandato dos diretores não poderá ser superior a 3 (três) anos, sendo permitida sua reeleição.

As deliberações no âmbito das assembleias gerais são tomadas por maioria absoluta de votos (ou seja, por maioria do capital social da companhia), podendo o estatuto social estabelecer quórum superior para determinadas deliberações, sem assim especificado no corpo do mesmo.

No que tange a distribuição de seus resultados, os dividendos das sociedades anônimas são classificados como dividendos obrigatórios (art. 202), dividendos de ações preferenciais (art. 203) e dividendos intermediários (art. 204). Seu pagamento se dará somente à pessoa que, na data do ato de declaração do dividendo, estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação (art. 205).³¹

O dividendo deverá ser pago no prazo de 60 (sessenta) dias da data em que for declarado (exceto se decidido de forma distinta em na assembleia geral que deliberou pelo seu pagamento), sendo em qualquer caso, dentro do exercício social.

Conforme acima exposto, dependendo do tipo societário escolhido pelos empreendedores quando da constituição da *startup*, pode o empreendedor cercar-se de disposições que possam lhe garantir o controle sobre a ideia e seu destino, assim como viabilizar a proteção do investidor quanto aos riscos assumidos pelo mesmo quando da realização de seu investimento.

Trazidos o conceito de *startup* e das estruturas jurídicas aplicáveis, traremos a seguir as modalidades de financiamento iniciais usualmente prospectadas pelos investimentos, bem como, do conceito e espécies de MVP existentes.

³⁰ BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas**. Brasília, 15 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

³¹ *Ibidem*.

1.6. MODALIDADES INICIAIS DE FINANCIAMENTO

1.6.1. *Bootstrapping e FFF*

Uma vez constituída e registrado o instrumento de constituição da *startup*, para o início das atividades da *startup* o empreendedor utiliza recursos próprios, ou seja, procura recorrer a reservas financeiras, alienação de bens ou mesmo tomar crédito junto a instituições financeiras, dando em garantia bens de sua propriedade. Tal modalidade de investimento é denominada *bootstrapping*, a qual pode ser traduzida como “ajudar a si próprio”.

Esgotadas as fontes financiamento próprio, os investidores passam a buscar recursos junto à familiares e amigos próximos. Segundo Kotha e George, nas palavras de Oioli, Ribeiro Jr. e Lisboa, “os empreendedores demonstram preferência por negociar com indivíduos com quem possuam prévia relação social, familiar ou profissional em cenários de incerteza, tal como é o caso do investimento em uma *startup*.”³²

Essa modalidade de financiamento é chamada “FFF” ou *Family, Friends and Fools* (Família, Amigos e Tolos), sendo os denominados “tolos” os investidores que não possuem relacionamento próximo com o empreendedor e acabam fazendo parte do projeto, sem atentar-se aos riscos inerentes de tal modalidade de investimento.

De acordo com Oioli, Ribeiro Jr. e Lisboa, a preferência dos empreendedores por negociar com indivíduos com quem possuam prévia relação social, familiar ou profissional em cenários de incerteza, como afirmado acima, se dá por 4 (quatro) motivos principais:

- (i) a existência de prévio relacionamento social, familiar ou profissional confere uma maior previsibilidade sobre o comportamento da contraparte; (ii) o custo de obtenção de informações a respeito da contraparte é mais baixo; (iii) o custo de fiscalização do comportamento destes indivíduos, caso venham a integrar o time da *startup*, é baixo, pois a existência de prévio relacionamento cria pressão moral que previne comportamentos oportunistas; e (iv) tais agentes tendem a realizar investimentos em *startups* de empreendedores com quem possuem prévio relacionamento sem realizar uma análise preliminar de custo-benefício, o que é muito importante num contexto de investimento de altíssimo risco e chance preponderante de perda da totalidade do capital investido.³³

³² KOTHA; GEORGE, *apud* OIOLI, Erik Frederico (coord.). **Manual de direito para startups**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

³³ OIOLI, Erik Frederico (coord.). **Manual de direito para startups**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

Importante ressaltar que, ao optarem por tal modalidade de financiamento, os empreendedores acabam por realizar erros comuns que, de acordo com Nilsen, nas palavras de Oioli, Ribeiro Jr. e Lisboa, poderiam ser evitados com a prática de ações, tais como:

(i) explicar ao investidor a natureza dos riscos do investimento realizado, ou não receber recursos de quem não pode perdê-los total ou parcialmente; (ii) explicar ao investidor a iliquidez do investimento, isto é, a impossibilidade de devolução dos recursos por um período substancial de tempo; (iii) tomar os recursos como um empréstimo e não como participação societária, o que pode dificultar o seu pagamento, caso o negócio seja malsucedido, ou prejudicar o investidor, caso o negócio seja bem-sucedido; (iv) realizar o investimento via participação societária, mas com base em uma avaliação da investida (*valuation*) muito otimista, o que gerará uma desvalorização da participação adquirida em rodadas de investimento subsequentes; e (v) assegurar que um nível mínimo de formalização seja alcançado, mediante celebração de acordos de investimento, acordos de cotistas/acionistas ou outros documentos que deixem expressos os termos e as condições do aporte e dos direitos conferidos ao investidor, evitando problemas em captações subsequentes e conflitos societários.³⁴

1.6.2. Incubadoras e Aceleradoras

Outra alternativa de obtenção de recursos por parte de empreendedores para o desenvolvimento de MVP é recorrer a incubadoras ou aceleradoras de *startups*.

As incubadoras, usualmente relacionadas a instituições sem fins lucrativos tais como universidades, associações ou órgãos de classe, são instituições que procuram dar suporte às *startups* no início de suas atividades, seja por meio de compartilhamento de instalações, pessoal, consultoria de especialistas, dentre outros. Não obstante, as incubadoras podem também disponibilizar recursos financeiros para as *startups* em pequena monta, neste caso, tendo como contrapartida, o recebimento de participação societária nas *startups*.

Já as aceleradoras são organismos que atuam dentro do universo do empreendedorismo, cujo objetivo é justamente acelerar o processo de amadurecimento do MVP de uma *startup*. No ambiente das aceleradoras, os empreendedores têm a possibilidade de utilização das instalações da mesma, passando a ter contato com outros empreendedores, investidores e outros agentes relevantes do mercado. Contudo, pode-se afirmar que o maior atrativo para os empreendedores, que buscam ser admitidos para ingressar em uma aceleradora, seja a possibilidade de mentoria junto a indivíduos com vasto conhecimento do mercado, em grande parte investidores seriais,

³⁴ NIELSEN, 2017 *apud* OIOLI, Erik Frederico (coord.). **Manual de direito para startups**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

que passam a auxiliar os empreendedores no direcionamento de seu negócio.

Conforme anotado por Cohen, nas palavras de Oioli, Ribeiro Jr. e Lisboa, as incubadoras e aceleradoras se diferenciam em razão das seguintes características:

(i) duração: enquanto incubadoras não estabelecem um horizonte de tempo rigidamente definido para participação de startups, variando entre um a cinco anos em média, as aceleradoras geralmente estabelecem programas de duração predefinida e curta, em geral de três meses; processo seletivo: programas de aceleradoras possuem caráter competitivo na seleção das startups que os integrarão, o que quase sempre não ocorre nas incubadoras, que aceitam startups com base em análise prévia, porém, sem natureza concorrencial; formação de “matilhas”: as aceleradoras fazem processos seletivos que admitem simultaneamente diversas startups, propiciando a formação de “bandos” ou “matilhas” de empreendedores cujas empresas se encontram em um estágio semelhante de seu ciclo de vida. Isso proporciona uma aproximação pessoal entre tais empreendedores, que desenvolvem um senso cooperativo diferente daquele verificado em incubadoras; e características da mentoria: a autora aponta que as aceleradoras, em razão da natureza de seus programas, oferece mentoria como um aspecto mais central e de modo mais aprofundado, enquanto incubadoras a concedem, via de regra, mediante pagamento de comissões adicionais pela startup/empreendedor, que acabam subutilizando o recurso facultado.³⁵

É nesse momento do estágio de desenvolvimento da *startup* que se dá início ao processo de concepção, desenvolvimento e testes de aceitação de seu MVP, como veremos a seguir.

1.7. *Minimum Viable Product* (“MVP”)

O conceito de MVP foi apresentado em 2001, inicialmente, por Frank Robinson, CEO da *SyncDev Inc*, companhia norte-americana de desenvolvimento de produtos. Em 2011, o conceito de MVP acabou se popularizando com o lançamento do livro *The Lean Startup*, de autoria de Eric Ries.

O MVP consiste em uma versão com as funcionalidades básicas do produto ou serviço, cuja viabilidade é testada por um pequeno grupo de pessoas. Como resultado do teste, o empreendedor ou a empresa pode avaliar, de acordo com a opinião das pessoas que fizeram parte do teste, as melhores alternativas para produzir ou desenvolver determinado produto ou serviço, reduzindo dispêndio de tempo e recursos.

³⁵ COHEN, 2013, p. 19-25 *apud* OIOLI, Erik Frederico (coord.). **Manual de direito para startups**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

De acordo com levantamento da plataforma *XP Educação*³⁶, podemos listar alguns exemplos modelos de MVP, de acordo com as necessidades do modelo de negócio pretendido pelo empreendedor, sendo (i) MVP Concierge, MVP Funcional, (iii) MVP Mágico de Oz, (iv) MVP Protótipo, (v) MVP Fumaça e (vi) MVP Duplo, os quais foram conceituados da forma a seguir.

O MVP Concierge se trata de uma solução totalmente personalizada, desenvolvida exclusivamente para um pequeno grupo de consumidores e a sua apresentação costuma ser individual, produzido até mesmo de forma manual.

Já o MVP Funcional utiliza recursos tecnológicos desde o princípio para automatização de seus processos, sendo imprescindível um profissional responsável por sua programação.

Por sua vez, o MVP Mágico de Oz possui tal denominação, tendo em vista que a maior parte do produto, principalmente a inicial, é feita por pessoas que trabalham nos “bastidores”, sendo recomendado para serviços que envolvem automatização e tem relação direta com os aspectos de User Experience (“UX”) e User Interface (“UI”) da solução. Isso porque na hora dos testes os usuários já terão acesso a interface do produto. Assim, os usuários conseguem testar funções básicas, mas sempre que precisarem de alguma automação, ela precisará ser feita de forma manual. O MVP Mágico de Oz tem uma lógica parecida com o MVP Concierge em relação à quantidade reduzida de produtos criados para testagem. Entretanto, a diferença entre eles é que o Mágico de Oz usa automação, enquanto o Concierge o processo é totalmente manual.

No que tange ao MVP Protótipo, o mesmo é ideal para o desenvolvimento ágil de softwares que precisam de uma versão física para serem testados. Um exemplo de MVP Protótipo é quando uma empresa quer lançar um smartphone ou um novo eletroeletrônico, realizando a montagem de exemplares do novo produto e posterior entrega a um grupo seletivo de pessoas para que possam testá-lo, sendo este um dos MVP mais caros de produção, já que demandam um produto mais complexo para sua testagem.

Já o MVP Fumaça, muito utilizado por *startups*, consiste em divulgar em grandes canais de comunicação uma solução que chegará para o usuário em breve. A partir dos comentários do público, a empresa consegue dimensionar o interesse e absorver ideias ou funcionalidades comentadas pelos seus clientes e que os ajudarão a criar um serviço mais eficaz.

³⁶ REDAÇÃO XP EDUCAÇÃO. **O que é MVP: para que serve e quais os benefícios:** o mínimo produto viável é uma metodologia muito utilizada por startups e empresas de desenvolvimento de software e altamente recomendada para lançar um produto ou serviço de sucesso. O Mínimo Produto Viável é uma metodologia muito utilizada por startups e empresas de desenvolvimento de software e altamente recomendada para lançar um produto ou serviço de sucesso. Disponível em: <https://blog.xpeducacao.com.br/o-que-e-mvp>. Acesso em: 16 dez. 2022.

Por fim, temos o MVP Duplo, o qual segue o formato de teste A/B. Nele, as empresas lançam simultaneamente dois MVPs muito parecidos e observam qual foi o que teve maior aceitação do público. Depois que a análise é concluída, o MVP melhor avaliado passa por um refinamento, onde melhorias são implantadas, e é lançado oficialmente.

Implementada a estrutura societária e iniciada a concepção de seu MVP, no capítulo a seguir trataremos dos modelos de organização interna e mecanismos de controle implementados pelos fundadores ao longo do processo de desenvolvimento de uma *startup*.

2. MODELOS DE ORGANIZAÇÃO INTERNA E MECANISMOS DE CONTROLE DAS *STARTUPS*

2.1. Modelos De Organização Interna

Ao longo do projeto de concepção, desenvolvimento e das fases de testes de seu MVP, os empreendedores também passam a estruturar a organização interna das *startups*, buscando trazer maior profissionalização e eficiência para suas atividades internas.

O seria, em sua concepção, um projeto de organização interna. Conceitua-se um projeto de organização “o processo planejado de configuração de estruturas, processos, sistemas de recompensa, práticas e políticas de pessoas voltados para a criação de uma organização eficiente, capaz de realizar sua estratégia corporativa”.³⁷

Em sua fase inicial, a estrutura de gestão de uma *startup* é, usualmente, baseada na figura central de seus fundadores, seguidos de uma diretoria financeira, uma diretoria de tecnologia e uma diretoria de recursos humanos.

Um projeto estrutural:

[...] apresenta uma variedade de escolhas para agrupar as pessoas, para cada nível da organização. Como regra geral, os departamentos são formados em torno de funções, produtos, mercados ou regiões e, após, configurados na forma de uma hierarquia para a gestão e tomada de decisão. Tão importante quanto a estrutura são os papéis desempenhados dentro dela. Uma das peças essenciais do processo de projeto é a definição das responsabilidades de cada componente organizacional e a maneira como estes devem interagir entre si. Uma metáfora da estrutura com o corpo humano diria que ela equivale ao esqueleto. Ela define a forma da organização e da armação ao redor da qual todo o resto se organiza. Os papéis organizacionais podem ser considerados como sendo os órgãos e os músculos — os locais onde o trabalho é feito.³⁸

De forma a exemplificar alguns modelos de organização interna implementados pelas *startups*, abordaremos, a seguir, três modelos de organização de *startups* trazidos por Marcelo Henrique Gomes Couto em tese de doutorado apresentada perante a Universidade de São Paulo, sendo (i) modelo de Galbraith; (ii) modelo de Van de Ven et al; e (iii) modelo de Kazanjian.

³⁷ GALBRAITH, Jay; DOWNEY, Diane; KATES, Amy. **Projeto de Organizações Dinâmicas**: um guia prático para líderes de todos os níveis. tradução: Félix José Nonnenmacher; revisão técnica: Fernando Ribas Beck. Porto Alegre: Bookman, 2011.

³⁸ GALBRAITH, Jay; DOWNEY, Diane; KATES, Amy. **Projeto de Organizações Dinâmicas**: um guia prático para líderes de todos os níveis. tradução: Félix José Nonnenmacher; revisão técnica: Fernando Ribas Beck. Porto Alegre: Bookman, 2011.

2.2. Modelo De Galbraith

No que se refere a sua organização interna, Couto recorre ao modelo de Galbraith, o qual, em suas palavras:

[...] é um dos primeiros autores a analisar a mudança nas principais características de empresas de base tecnológica e utilizar diversas dimensões, dentro de seus estágios de desenvolvimento, como tarefa, pessoas, estrutura, processo de decisão e sistemas de recompensa como objetivo de suas análises.³⁹

Galbraith propôs um modelo que retrata os 5 (cinco) estágios pelo quais os empreendimentos de alta tecnologia irão progredir, sendo (i) prova inicial – protótipo; (ii) modelo de venda; (iii) *startup* – volume de produção; (iv) crescimento natural; e (v) manobra estratégica.

Em relação às duas primeiras etapas do primeiro estágio, esclarece Couto⁴⁰ que as mesmas “são marcadas por uma equipe formada por poucas pessoas, em geral, mais técnicas e multitarefas, que são encorajadas a inventar e projetar. Essas pessoas são atraídas pelas possibilidades de recompensas, clima não burocrático e novas experiências, conforme descrito pelo modelo”.

No que tange ao primeiro estágio, de acordo com Couto:

O primeiro estágio caracteriza-se, em sua essência, por um grupo pequeno provido de autonomia e uma chance de experimentar suas ideias e vê-las implementadas. Assim, como em parte há pouca necessidade de coordenação, a estrutura e os processos são informais, na qual a liderança exerce um papel de direcionador ativo.⁴¹

Em seguida, Couto traz uma explicação acerca do segundo estágio, sendo:

No estágio de modelo de venda o principal objetivo é desenvolver um bom produto tanto tecnicamente quanto economicamente. Por isso, a solução é submetida a testes de qualidade no mercado e em uso real. Pessoas mais especializadas são integradas e uma hierarquia incipiente de uma organização

³⁹ Galbraith, 1982, p. 70-79 *apud* COUTO, Marcelo Henrique Gomes. **Análise do ciclo de vida das startups:** características, agentes e riscos associados. 2019. 246 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

⁴⁰ COUTO, Marcelo Henrique Gomes. **Análise do ciclo de vida das startups:** características, agentes e riscos associados. 2019. 246 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.p. 75

⁴¹ *Ibidem.* p. 76

funcional deve começar a tomar forma em torno das funções técnicas especializadas. No entanto, os processos ainda são informais e existem muitas reuniões para tomadas de decisão.⁴²

No que se refere ao próximo estágio, denominado crescimento natural, entende Couto que o mesmo:

É marcado pelo início da estabilização do crescimento. Por isso, o principal objetivo é tornar-se lucrativo frente a um mercado mais competitivo. Novas linhas de produtos são desenvolvidas e a organização precisa gerenciar a diversidade das soluções, aumentando a descentralização em termos de tomada de decisão, mas ainda mantendo sua base de estrutura funcional.⁴³

Por fim, no que tange ao quinto e último estágio, sendo o denominado “manobra estratégica”, Couto esclarece que “é caracterizado pela busca do crescimento sustentado em determinado nicho em longo prazo. Para isso, segundo o autor, a descentralização é estimulada e o foco volta-se para o planejamento, elaboração e implementação de estratégia”.⁴⁴

2.3. Modelo De Van De Ven Et Al

Outro modelo de ciclo de vida organizacional trazido por Couto é o modelo de Van de Ven et al, aplicado em análise de empresas de software educacional. De acordo com referido modelo, nas palavras do autor, “o desempenho de uma empresa poderia ser utilizado para determinar o estágio de desenvolvimento. Assim, a partir de uma sequência de cinco estágios, os autores apresentam as principais mudanças na empresa ao decorrer do seu crescimento”.⁴⁵

De acordo com referido modelo, seriam os estágios de crescimento (i) gestação; (ii) planejamento; (iii) contratação de serviços; (iv) propriedade de produtos; e (v) multiprodutos.

O estágio de gestação, nas palavras de Couto, “cobre um período no qual os fundadores obtêm habilidades e experiências que os preparam para iniciar o negócio. As atividades são diretamente relacionadas ao tipo do negócio. É considerado um período de pré-iniciação”.⁴⁶

Ao tratar acerca do estágio de planejamento, traz Couto que referido estágio “abrange o período que se inicia com a decisão real do empreendedor de iniciar o negócio e termina quando

⁴² COUTO, Marcelo Henrique Gomes. **Análise do ciclo de vida das startups:** características, agentes e riscos associados. 2019. 246 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019. p. 76

⁴³ *Ibidem.* p. 76

⁴⁴ *Ibidem.* p. 76

⁴⁵ *Ibidem.* p. 77

⁴⁶ *Ibidem.* p. 77

a empresa começa a operação”.⁴⁷

No que se refere ao terceiro estágio, de acordo com Couto “as empresas começam fornecendo serviços de contrato personalizado e continuam a fazê-lo, enquanto pertinente. Durante esta fase, as empresas atuam em um ambiente informal e dependem quase que exclusivamente de contratos para geração de receita”.⁴⁸

Já no quarto estágio, no qual as empresas estão na fase de desenvolvimento de seu primeiro produto próprio, esclarece Couto que “essas empresas começam a lidar com o processo e os problemas de comercializar um produto, além de encontrar canais de distribuição”.⁴⁹

Por fim, no estágio dos multiprodutos, a empresa se encontra na fase de desenvolvimento de sua segunda linha de produtos. Ao longo de referido estágio, nas palavras de Couto, “novos relacionamentos contratuais e parcerias são desenvolvidos para vender e distribuir essa nova linha de produtos”.⁵⁰

2.4. Modelo De Kazanjian

Couto, em sua obra, também aborda o modelo de Kazanjian, o qual é praticado em novos empreendimentos voltados para o mercado de tecnologia, objeto do presente estudo. Nas palavras do autor (Couto), “Kazanjian propõe um modelo para novos empreendimentos de base tecnológica formado por quatro estágios, denominados de concepção, comercialização, crescimento e estabilidade”.⁵¹

Ao tratar acerca dos elementos integrantes do estágio de concepção, Couto apresenta a seguinte exposição:

O primeiro estágio descrito por Kazanjian propõe que o foco principal do empreendedor e da equipe nesta fase relaciona-se à invenção e ao desenvolvimento de um produto ou tecnologia. Em outras palavras, atividades associadas à transformação de uma ideia em um novo negócio. Além disso, estrutura e formalidade são inexistentes neste estágio, com quase todas as atividades focadas em questões técnicas definidas e dirigidas pelo(s) empreendedor(es) fundador(es). Protótipos são constantemente construídos para teste e captação de investimentos. As atividades são organizadas de maneira implícita e informal, em torno dos princípios de gerenciamento de

⁴⁷ COUTO, Marcelo Henrique Gomes. **Análise do ciclo de vida das startups:** características, agentes e riscos associados. 2019. 246 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019. p. 77

⁴⁸ *ibidem.* p. 77

⁴⁹ *ibidem.* p. 77

⁵⁰ *ibidem.* p. 77

⁵¹ *Ibidem.* p. 78

projetos.⁵²

Já no estágio de crescimento, Couto esclarece que:

O principal foco da empresa direciona-se para o desenvolvimento do produto ou tecnologia para comercialização. Neste momento, a organização assemelha-se muito a uma nova equipe de desenvolvimento de produto, com seus problemas e competências de caráter amplamente técnico e o principal objetivo relaciona-se ao aprendizado sobre a criação de uma solução ajustada. A comunicação é informal e os funcionários envolvem-se ou presenciam diretamente todas as decisões. Funções e sistemas administrativos são incipientes. No final do estágio, a solução é comunicada e ofertada.⁵³

No que se refere ao terceiro estágio, Couto expõe seu entendimento da seguinte forma:

No terceiro estágio, denominado de crescimento, a viabilidade técnica e mercadológica da solução é alcançada e um processo de crescimento é iniciado. Segundo Kazanjian, é comum neste momento uma sequência de problemas funcionalmente localizados, pois, cada função acaba por enfrentar dificuldades em construir um sistema de tarefas eficiente e eficaz. Ainda para o autor, esses problemas demonstram as dificuldades de transição de uma startup para uma organização de alto crescimento e volume e, por isso, a empresa experimenta um estado de constante mudança. Além disso, existe um crescimento da hierarquia, um advento da especialização funcional e uma estruturação e organização das atividades, bem como um movimento em direção à contratação de profissionais experientes e treinados profissionalmente.⁵⁴

O estágio da estabilidade, por fim, é apresentado por Couto como sendo:

[...] o maior desafio da startup torna-se manter o crescimento e a posição de mercado. Assim, o foco direciona-se para o desenvolvimento de novas soluções. A organização é tipicamente funcional e adota princípios burocráticos para a organização em toda a empresa. Uma estrutura formal e com regras e procedimentos, portanto, é formalizada.⁵⁵

Finalizada a abordagem dos modelos de estruturas organizacionais, passa-se a analisar os mecanismos de controle criados como ferramentas de gestão e transparência para a organização interna das *startups*.

⁵² COUTO, Marcelo Henrique Gomes. **Análise do ciclo de vida das startups**: características, agentes e riscos associados. 2019. 246 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019. p. 78

⁵³ *Ibidem*, p. 80

⁵⁴ *Ibidem*, p. 80

⁵⁵ *Ibidem*, p. 80

2.5. Mecanismos De Controle

A decisão de realização de investimentos em *startups* é resultante da análise de diversos fatores econômicos pelos investidores, tais como indicadores de liquidez, indicadores de solvência, indicadores de lucratividade, medidas de retorno sobre o investimento, medidas de geração de caixa, dentre outros.

A existência de tais indicadores, bem como, a transparência dos métodos de cálculos dos mesmos adotados ao longo do ciclo de vida das startups, podem impactar, de maneira relevante, no *valuation* a ser adotado pelos investidores quando da oferta de um investimento.

Isso só é possível com a implementação, pelos fundadores, de mecanismos de controle ao longo do processo de desenvolvimento de uma startup. Tais mecanismos permitem que os investidores possam ter uma visão profunda acerca do funcionamento da target, bem como, elevam o grau de confiança dos investidores e seus assessores quanto a acuracidade aos indicadores fornecidos. Esse conjunto de mecanismos são representados pelas controladorias das startups.

Antes de analisarmos os mecanismos de controle que podem ser adotados pelas startups, primaz trazer o conceito de controladoria, seus objetivos, funções e tipo de estrutura que pode ser adotada pelas startups.

2.6. Controladoria

Para conceituarmos controladoria e seu papel como agente formador de controles, recorreremos ao conceito de Mosimann, Alves e Fisch, trazido por Pereira. De acordo com os autores, “a Controladoria pode ser conceituada como o conjunto de princípios, procedimentos e métodos oriundos das ciências de Administração, Economia, Psicologia, Estatística e principalmente da Contabilidade, que se ocupam da gestão Econômica das empresas, com o fim de orientá-las para eficácia”.⁵⁶

Conforme trazido por Pereira, os autores entendem que a controladoria pode ser entendida de duas formas:

1. Órgão administrativo: Nesse caso, a controladoria tem como principal missão a continuidade da empresa, que deve ser assegurada pela otimização

⁵⁶ PEREIRA, Vaniza. **Controladoria**. Porto Alegre: Sagah Educação S.A, 2016. E-book.

de seu resultado. Além disso, sua função e os princípios que a norteiam são definidos no modelo de gestão da empresa para a melhoria contínua do processo de gerenciamento. O objetivo é propor e aperfeiçoar instrumentos de planejamento e controle gerencial por meio das diversas ciências advindas da controladoria; e 2. Área do conhecimento humano: Nesse caso, a controladoria possui fundamentos, princípios e métodos oriundos de outras ciências.⁵⁷

Já conforme Padoveze:

A Controladoria pode ser definida, então, como a unidade administrativa responsável pela utilização de todo o conjunto da Ciência Contábil dentro da empresa. Considerando que a Ciência Contábil é a ciência do controle em todos os aspectos temporais – passado, presente, futuro –, e, como ciência social, exige a comunicação de informação, no caso econômica, à Controladoria cabe a responsabilidade de implantar, desenvolver, aplicar e coordenar todo o ferramental da Ciência Contábil dentro da empresa, nas suas mais diversas necessidades.⁵⁸

Por sua vez, Nascimento e Reginato, ao conceituar a área de controladoria, recorrem aos ensinamentos de Roehl-Anderson e Bragg, para os quais:

A área de controladoria atua compreendendo as operações globais da empresa, provendo informações e tendo como função a comunicação destas aos gestores. Deve ser capaz de analisar as informações obtidas de diversas áreas, disponibilizando projeções de resultados econômicos frutos desta análise, fornecendo-as, por fim, em tempo hábil para aqueles por elas interessados a fim de orientar a tomada de decisões.⁵⁹

Uma vez apresentado o conceito de controladoria e seu papel como fornecedora de informações da empresa para seus gestores, cumpre-nos trazer, de forma mais aprofundada, as funções da controladoria e suas ferramentas de controle.

2.7. Funções da Controladoria

Para Nascimento e Reginato:

A função da controladoria consiste em apoiar o processo de decisão, utilizando-se para tanto de um sistema de informações que possibilite e facilite o controle operacional, por meio do monitoramento das atividades da empresa.

⁵⁷ PEREIRA, Vaniza. **Controladoria**. Porto Alegre: Sagah Educação S.A, 2016. E-book.

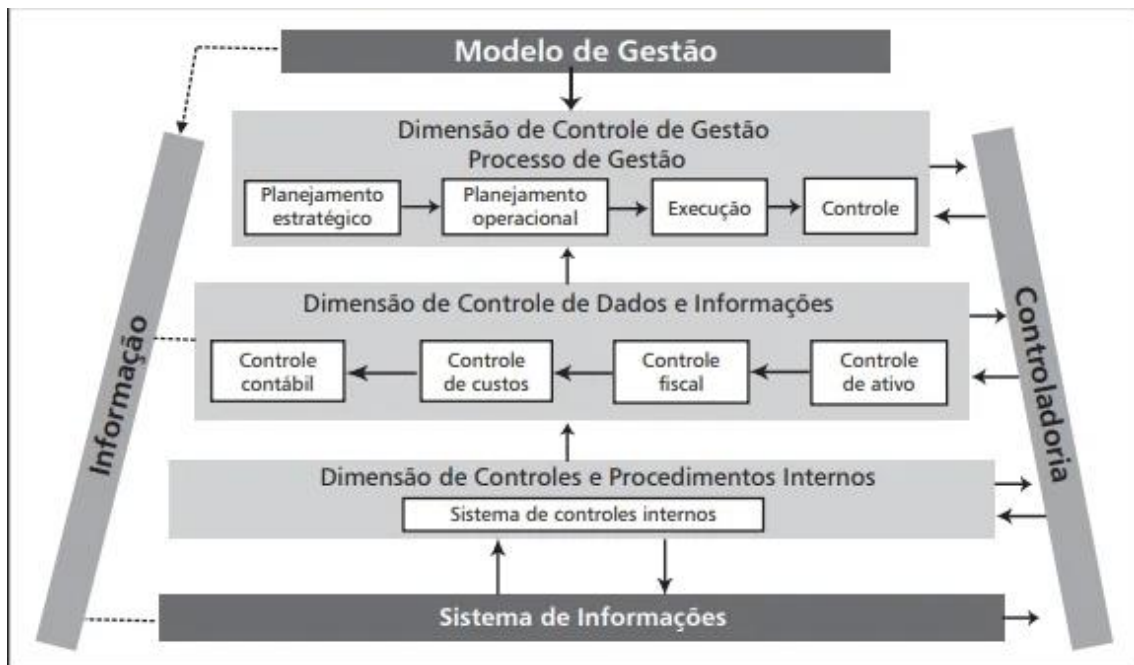
⁵⁸ PADOVEZE, Clóvis Luís. **Controladoria Básica**. Foz do Iguaçu: Cengage Learning, 2016. E-book.

⁵⁹ NASCIMENTO, Auster Moreira; REGINATO, Luciane. **Controladoria: um enfoque na eficácia organizacional**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2013. E-book.

A controladoria pode ter funções diversas, dependendo das dimensões da empresa e da filosofia que orienta a sua administração. No tocante à filosofia, é possível entendê-la como a forma segundo a qual a alta administração concebe os níveis de controles operacionais que a empresa deve adotar, bem como o formato das informações providas aos usuários e, em última análise, quais os sistemas de informações e as tecnologias que devem ser disponibilizados para este fim. Posto isto, entenda-se que esta filosofia reflete as características do modelo de gestão da empresa.⁶⁰

De forma a exemplificar a estrutura de controle organizacional, Nascimento e Reginato⁶¹ trazem em sua obra o modelo abaixo:

Figura 1 – Modelo de Gestão



Fonte: *Controladoria: um enfoque na eficácia organizacional*, 2013.

Como pode-se verificar no modelo acima, a controladoria participa de forma direta no processo de gestão de uma corporação, na medida que, baseado em um sistema de informações e controles internos, estabelece-se mecanismos de controle de dados e informações, tais como controle contábil, controle de custos, controle fiscal e controle de ativo, os quais, por sua vez, alimentam o processo de decisão. Passamos, então, a analisar cada uma das dimensões do modelo de gestão.

No que tange à dimensão do controle de gestão, Nascimento e Reginato esclarecem que:

⁶⁰ NASCIMENTO, Auster Moreira; REGINATO, Luciane. **Controladoria: um enfoque na eficácia organizacional**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2013. E-book

⁶¹ *Ibidem*.

A dimensão de controle de gestão é assim denominada por representar a sinergia dos meios colocados à disposição dos administradores para o contínuo acompanhamento do comportamento da organização, frente às mudanças ambientais, e para instrumentalizá-los no processo de ajuste das atividades operacionais às condições observadas, reorientando-as, quando necessário, para a preservação dos objetivos traçados pela alta administração da empresa. Essa dimensão de controle abarca o processo de gestão e os mecanismos a ele inerentes, especificamente planejamentos estratégico e operacional e suas fases de execução e de controle.⁶²

2.8. Processo de Gestão

Como acima observado, o processo de gestão passa pelas etapas de planejamento estratégico, planejamento operacional, execução e controle. Em relação ao planejamento estratégico, Nascimento e Reginato trazem o seguinte entendimento:

[...] consiste em uma reflexão plena sobre a interação da empresa com seu ambiente, cujo produto fornece os subsídios necessários para que a administração avalie os meios para se atingirem os objetivos esperados, estabelecendo então o foco a ser seguido por toda a organização. Percebe-se, com esse ato de planejar, que é possível avaliar as perspectivas a curto, médio e longo prazos, agir sobre o mercado, desenvolver diferenciais competitivos, antecipar situações potencialmente desfavoráveis, entrar em um novo mercado ou ampliar uma participação já existente, bem como desenvolver serviços e produtos que atendam às demandas dos consumidores.⁶³

Já no que se refere ao planejamento operacional, Nascimento e Reginato entendem que o mesmo:

[...] se caracteriza por definir os objetivos operacionais e os meios necessários para a implementação de ações que levem à consecução de tais objetivos, simulando-se resultados para a escolha da melhor alternativa de curso de ação e traduzindo-se os atributos qualitativos do planejamento estratégico em objetivos quantificados.⁶⁴

Relativamente a etapa de execução, esclarecem Nascimento e Reginato:

A fase de execução consiste em implementar aquilo que foi planejado. Assim, esse processo deve se apoiar em um sistema que seja capaz de prover aos gestores os meios de acesso às informações com os níveis de detalhes

⁶² NASCIMENTO, Auster Moreira; REGINATO, Luciane. **Controladoria**: um enfoque na eficácia organizacional. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2013. E-book.

⁶³ *Ibidem*.

⁶⁴ *Ibidem*.

necessários para eles realizarem suas atividades. Adicionalmente, prover a área de controladoria com toda a base informacional para que esta atue junto aos mencionados gestores no sentido de lhes proporcionar segurança quanto à qualidade das informações que eles usam em seus processos decisórios, enquanto executam as ações previstas no plano.⁶⁵

Por fim, ao tratarem da etapa de controle, trazem Nascimento e Reginato as seguintes considerações:

O controle da execução do plano possivelmente seja a etapa mais crítica da dimensão de gestão, é a fase que proporciona à área de controladoria o cumprimento de uma de suas principais funções: a de alimentar o processo decisório com informações que permitam aos gestores conhecerem os detalhes sobre suas ações e corrigirem eventuais efeitos negativos que elas possam trazer ao resultado da organização, considerando-se aquilo que foi planejado. Esse procedimento é tratado pela literatura como feedback, cuja eficácia tem como pré-requisito a existência de um eficiente sistema de informações que permita detectar possíveis desvios dos planos em tempo hábil para a sua correção, quando for este o caso.⁶⁶

Após a exposição acerca da dimensão de controle de gestão, passa-se a tratar da dimensão de controle de dados e informações.

2.9. Controles de Dados e Informações

De acordo com Nascimento e Reginato:

A dimensão de controle de dados e informações compreende o registro das operações e dos fatos decorrentes da atividade da empresa, traduzidos em dados, segmentados nos controles: contábil, de custos, fiscal e de ativos, entre outros. É voltada para o registro e o controle de todos os eventos que tenham repercussão econômica para uma organização, suprimindo as atividades operacionais com o nível informacional necessário para a irrigação do processo decisório, por meio de informações que induzam os gestores à reflexão necessária em direção à obtenção de resultados otimizados.⁶⁷

Continuam os autores esclarecendo que:

[...] esta dimensão de controle está intimamente relacionada com o processo decisório da empresa, tanto no sentido de capturar os detalhes econômico-financeiros de cada atividade realizada, quanto daqueles usados para a mensuração dos resultados de tais atividades. É a base de apoio usada pela

⁶⁵ NASCIMENTO, Auster Moreira; REGINATO, Luciane. **Controladoria**: um enfoque na eficácia organizacional. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2013. E-book.

⁶⁶ *Ibidem*.

⁶⁷ *Ibidem*.

área de controladoria para o exercício de suas funções, por refletir os registros de todas as operações da empresa.⁶⁸

Trazem, ainda, que a dimensão de controle é composta por elementos, tendo como principais o controle contábil, o controle de custos, o controle fiscal e o controle de ativos, cujas atribuições encontram-se abordadas a seguir.

Como primeiro elemento da dimensão de controle de dados e informações, temos o controle contábil ou, como amplamente difundida, a área de contabilidade. Por meio do mesmo, é viabilizado à controladoria acesso a informações completas do negócio, trazendo sua real situação. A contribuição do controle contábil é essencial para a alta administração, na medida que, por meio da mesma, pode-se observar se as expectativas para o negócio dentro do planejamento estratégico implementado estão se concretizando ou não.

O controle de custos, por sua, vez, visa reunir um conjunto de informações resultantes do processo produtivo. Pelo controle de custos, é possível obter de forma pormenorizada um retrato dos elementos integrantes do processo produtivo e seu aproveitamento do ponto de vista físico e econômico. Assim, dependendo do mercado explorado, o controle de custos permite destacar a rentabilidade do negócio, bem como, as margens de contribuição dos elementos integrantes de seu processo produtivo.

Outro elemento de destaque é o controle fiscal, na medida que o mesmo é responsável pela análise, cálculo e correta aplicação das regras de tributação incidentes no âmbito do negócio, bem como, por buscar alternativas lícitas que permitam uma melhor eficiência tributária em sua cadeia de produção. As informações obtidas por meio do controle fiscal permitem viabilizar que a administração tome decisões mais eficiente no que tange aos aspectos fiscais da operação.

Por fim, temos o controle dos ativos do negócio, contemplando controle de caixa, estoques, ativos fixos, dentre outros. A existência de tal controle permite identificar com mais precisão a movimentação e aplicação de recursos em caixa, entradas e saídas de estoque de matéria prima e demais insumos, realização de investimentos e cenários de retorno dos mesmos.

2.10. Conselho Fiscal

A legislação brasileira, por si, também instituiu o conselho fiscal como um modelo de fiscalização e controle das sociedades, aplicável tanto no âmbito das sociedades limitadas,

⁶⁸ NASCIMENTO, Auster Moreira; REGINATO, Luciane. **Controladoria**: um enfoque na eficácia organizacional. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2013. E-book.

quanto no âmbito das sociedades anônimas.

No âmbito das sociedades limitadas, a previsão de instalação do conselho fiscal se encontra disposta no art. 1.066 do Código Civil, o qual dispõe que:

Art. 1.066. Sem prejuízo dos poderes da assembleia dos sócios, pode o contrato instituir conselho fiscal composto de três ou mais membros e respectivos suplentes, sócios ou não, residentes no País, eleitos na assembleia anual prevista no art. 1.078. § 1º Os não podem fazer parte do conselho fiscal, além dos inelegíveis enumerados no § 1º do art. 1.011, os membros dos demais órgãos da sociedade ou de outra por ela controlada, os empregados de quaisquer delas ou dos respectivos administradores, o cônjuge ou parente destes até o terceiro grau. § 2º É assegurado aos sócios minoritários, que representem pelo menos um quinto do capital social, o direito de eleger, separadamente, um dos membros do conselho fiscal e o respectivo suplente.⁶⁹

Acerca da possibilidade de instituição do conselho fiscal nas sociedades limitadas, Modesto Carvalhosa traz as seguintes considerações:

O conselho fiscal constitui *órgão* da sociedade limitada. Seus membros são eleitos em reunião ou assembleia, não sendo órgão subordinado aos administradores, nem aos próprios sócios. Ademais, não são os membros do conselho fiscal mandatários da sociedade, tendo em vista que não são competentes para praticar atos jurídicos em seu nome, quando da verificação e fiscalização dos negócios da administração. É o conselho fiscal aparelho interno da sociedade, previsto no Código Civil de 2002, cuja função é exercer o controle e a fiscalização das contas dos administradores e eventuais erros, fraudes, ou crimes que possam surgir no âmbito da administração. Trata-se de órgão colegiado e necessário, mas de funcionamento facultativo, atendendo-se o que a seu respeito dispuser o contrato social. Compreende-se, entre suas funções indelegáveis, principalmente, a fiscalização da administração da sociedade.⁷⁰

Por sua vez, o conselho fiscal nas sociedades anônimas se encontra regulado nos termos dos arts. 161 a 165-A da Lei 6.404/1976. O artigo 161 estabelece, acerca do funcionamento do conselho fiscal, o que segue:

Art. 161. A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas.⁷¹

⁶⁹ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Código Civil**. Brasília, 10 jan. 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

⁷⁰ Carvalhosa, Modesto. Comentários ao Código Civil: parte especial: do direito da empresa (artigos 1.052 a 1.195), volume 13 / Modesto Carvalhosa; coordenador Antônio Junqueira de Azevedo – 2ª ed. – São Paulo: Saraiva, 2005. p. 149.

⁷¹ BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas**. Brasília, 15 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

Da mesma que possui semelhanças em seu objetivo, sua instalação e composição diferem entre as estruturas societárias analisadas.

A primeira distinção se faz acerca de sua instalação. Enquanto nas sociedades limitadas, sua instalação se dá exclusivamente conforme disposto no contrato social ou em acordo de sócios, nas sociedades anônimas seu funcionamento poderá se dar de forma permanente ou não, dependendo do disposto no estatuto social.

Outra particularidade refere-se à possibilidade de sua instalação pelos sócios minoritários. Na medida que se trata de matéria a ser regulada no âmbito do contrato social, poderão os mesmos não terem direito de pedir sua instalação, salvo se assim previsto no contrato social ou em acordo de sócios. Não há disposição cogente que garanta tal direito, tal qual no caso das sociedades anônimas, na qual, o §2º do art. 161 estabelece que:

§2º o conselho fiscal, quando o funcionamento não for permanente, será instalado pela assembleia geral a pedido de acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) das ações com direito a voto, ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto, , e cada período de seu funcionamento terminará na primeira assembléia-geral ordinária após a sua instalação.⁷²

Outra distinção se dá no âmbito de sua composição, posto que, enquanto na sociedade limitada a lei estabelece um número mínimo de três conselheiros, sem fixar um número máximo, na sociedade anônima é um órgão a ser composto por, no mínimo, três membros e, no máximo, por cinco membros.

Além da composição, o Código não estabelece, para aqueles que venham a compor o conselho fiscal, qualificação específica ou experiência prévia na função. Contudo, a Lei nº 6.404/1976 estabelece, em seu art. 162, as competências necessárias para que um indivíduo seja eleito conselheiro fiscal de uma sociedade anônima, conforme abaixo:

Art. 162. Somente podem ser eleitos para o conselho fiscal pessoas naturais, residentes no País, diplomadas em curso de nível universitário, ou que tenham exercido por prazo mínimo de 3 (três) anos, cargo de administrador de empresa ou de conselheiro fiscal.⁷³

No que tange às suas atribuições, o art. 1.069 elenca ao conselho fiscal das sociedades anônimas as seguintes atribuições:

⁷² BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas**. Brasília, 15 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

⁷³ *Ibidem*.

Art. 1.069. Além de outras atribuições determinadas na lei ou no contrato social, aos membros do conselho fiscal incumbem, individual ou conjuntamente, os deveres seguintes: I - examinar, pelo menos trimestralmente, os livros e papéis da sociedade e o estado da caixa e da carteira, devendo os administradores ou liquidantes prestar-lhes as informações solicitadas; II - lavrar no livro de atas e pareceres do conselho fiscal o resultado dos exames referidos no inciso I deste artigo; III - exarar no mesmo livro e apresentar à assembleia anual dos sócios parecer sobre os negócios e as operações sociais do exercício em que servirem, tomando por base o balanço patrimonial e o de resultado econômico; IV - denunciar os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, sugerindo providências úteis à sociedade; V - convocar a assembleia dos sócios se a diretoria retardar por mais de trinta dias a sua convocação anual, ou sempre que ocorram motivos graves e urgentes; VI - praticar, durante o período da liquidação da sociedade, os atos a que se refere este artigo, tendo em vista as disposições especiais reguladoras da liquidação.⁷⁴

Acerca do rol de matérias acima elencado, Modesto Carvalhosa traz importante consideração acerca do escopo de atribuições acima, conforme a seguir exposto:

O art. 1.069 enumera as atribuições legais do conselho fiscal, que são deveres inafastáveis para os seus membros. Ao contrário de serem meras prerrogativas de fiscalizar e de informar a sociedade, são encargos impostos por lei, cujo inadimplemento acarreta responsabilidades. Ademais, o rol de competências que a lei prevê não pode ser aumentado ou restringido via contrato social ou deliberação da reunião ou assembleia de sócios. Os deveres legais não podem ser modificados por ato derivado da vontade dos sócios.⁷⁵

Já as atribuições do conselho fiscal nas sociedades anônimas se encontram dispostas no art. 163 da Lei nº 6.404/1976, o qual estabelece que:

Art. 163. Compete ao conselho fiscal: I - fiscalizar os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários; I - fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários; II - opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembleia-geral; III - opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia-geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão; IV - denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembleia-geral,

⁷⁴ BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas**. Brasília, 15 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

⁷⁵ Carvalhosa, Modesto. Comentários ao Código Civil: parte especial: do direito da empresa (artigos 1.052 a 1.195), volume 13 / Modesto Carvalhosa; coordenador Antônio Junqueira de Azevedo – 2ª ed. – São Paulo: Saraiva, 2005. p. 159.

os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia; V - convocar a assembleia-geral ordinária, se os órgãos da administração retardarem por mais de 1 (um) mês essa convocação, e a extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembleias as matérias que considerarem necessárias; VI - analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia; VII - examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar; VIII - exercer essas atribuições, durante a liquidação, tendo em vista as disposições especiais que a regulam.⁷⁶

Tendo em vista que o funcionamento do conselho fiscal pode ser permanente ou não, conforme disposto no estatuto social, quando o mesmo não se encontra em funcionamento, a qual órgão da sociedade estariam submetidas as deliberações acima? Fran Martins, ao abordar referida controvérsia, traz os seguintes ensinamentos:

“(…) sendo o Conselho Fiscal um órgão autônomo, com atribuições definidas dentro da sociedade, tais atribuições e poderes que a lei lhe confere não poderão ser outorgadas a outro órgão da companhia, de mesmo modo que acontece com as atribuições e poderes do Conselho de Administração e da Diretoria (art. 139). Em face de haver a lei permitido a existência de sociedade sem que o Conselho Fiscal esteja em funcionamento permanentemente, o disposto nesta regra deve ser entendida em termos. Assim, quando o Conselho está funcionando, seja em caráter permanente, seja a pedido dos acionistas, regularmente formulado e atendido, as atribuições que a lei lhe confere não poderão ser efetivadas por outro órgão, ainda mesmo que criado para fins específicos, nos termos do art. 160. Se, contudo, o Conselho não estiver em funcionamento, não será permitido ao estatuto outorgar a outro órgão as atribuições e poderes que a lei confere ao Conselho Fiscal (uma vez que este poderá funcionar a qualquer momento, para tanto bastando seja a sua instalação requerida por acionistas que representem pelo menos dez por cento das ações com direito a voto ou cinco por cento das ações sem direito de voto) mas, em tal caso, os acionistas poderão, de forma direta, na assembleia geral, exercer a fiscalização necessária sobre a atuação dos administradores da sociedade, desse modo defendendo os seus direitos contra atos que por acaso venham a prejudica-los.⁷⁷

Uma vez abordados os modelos de organização e os mecanismos de controle que podem ser implementados pelos empreendedores, passa-se a explorar os métodos de avaliação das *startups* e a importância na adoção de tais mecanismos de controle pelos empreendedores quando da realização de um processo de avaliação.

⁷⁶ BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas**. Brasília, 15 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

⁷⁷ MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010. Revista e atualizada por Roberto Papini.

3. MÉTODOS DE AVALIAÇÃO

A decisão de realização de investimentos em *startups* é resultante da análise de diversos fatores econômicos pelos investidores, tais como indicadores de liquidez, indicadores de solvência, indicadores de lucratividade, medidas de retorno sobre o investimento, medidas de geração de caixa, dentre outros.

Com base em tais elementos, chega-se ao valor da empresa (*market value*) e ao preço a ser pago aos fundadores para admissão do investidor no *captable* de uma *startup*. Cumpre, então, realizar uma breve análise sobre o conceito de valor.

De acordo com o *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice* (“USPAP”), entende-se por *market value*:

Valor estabelecido por meio de opinião para transferência de um ativo (isto é, do direito de propriedade ou um conjunto de direitos) em uma determinada data, em condições específicas fixadas na definição de valor que é atribuída pelo avaliador no laudo de avaliação aplicável.⁷⁸ (tradução nossa)

Aswath Damodaran, ao tratar acerca do conceito de valor, esclarece que existem dezenas de modelos que podem ser utilizados para avaliar determinado ativo, porém somente duas abordagens de avaliação, sendo a avaliação intrínseca e a avaliação relativa⁷⁹.

Referido autor aborda a avaliação intrínseca da seguinte forma: “na avaliação intrínseca, partimos de uma proposição simples: O valor intrínseco de um ativo é determinado pelos fluxos de caixa que se espera sejam gerados pelo bem durante sua vida útil e pelo grau de incerteza a eles associados”.⁸⁰

Já em relação à abordagem relativa, o mesmo autor explica:

Na avaliação relativa, estima-se o valor do ativo com base nos preços de mercado de ativos semelhantes. Assim, ao determinar quanto pagar por uma casa, verifica-se por quanto são vendidas casas semelhantes no bairro. Quando se trata de ações, compara-se seu preço ao de ações

⁷⁸ The Appraisal Foundation. **UNIFORM STANDARDS OF PROFESSIONAL APPRAISAL PRACTICE (USPAP): Standards 1-4**. United States of America: The Appraisal Foundation, 2020-2021. Disponível em: <https://www.millersamuel.com/files/2021/03/USPAP-Standards-1-4.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2023

⁷⁹ DAMODARAN, Aswath. **Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. Rio de Janeiro: LTC, 2012. Tradução Afonso Celso da Cunha Serra.

⁸⁰ *Ibidem*. p.14.

similares, geralmente em seu “grupo de pares”.⁸¹

Dentre as metodologias de *valuation* mais utilizadas no mercado, podemos citar a avaliação por fluxo de caixa descontado (“DCF”) e a avaliação por múltiplos.

3.1. Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

A avaliação por fluxo de caixa descontado relaciona o valor de um determinado ativo com o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados, calculado com base nos seguintes elementos⁸²⁻⁸³:

- (i) Fluxos de caixa futuros: geração de caixa projetada para um período definido de maior variabilidade (fluxo de caixa) e geração de caixa projetada para a perpetuidade do ativo (crescimento);
- (ii) Taxa de Desconto: custo de capital do acionista para o ativo, levando em consideração seu custo de oportunidade e o nível de risco do investimento (risco); e
- (iii) Ciclo de vida do ativo: tempo necessário para atingir uma taxa de crescimento na perpetuidade (crescimento).

Para tanto, o cálculo do valor de um ativo por fluxo de caixa descontado é realizado por meio da seguinte fórmula⁸⁴:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1 + TD)^t}$$

FC = fluxo de caixa esperado para o período (i).
 TD = taxa de desconto apropriada para o risco do investimento.
 (i) = tempo de vida do ativo.

Existem três diferentes modelos de avaliação de um ativo por fluxo de caixa descontado que podem ser utilizados, sendo (i) *dividend discount model* (“DDM”); (ii) *free cash flow to equity* (“FCFE”); e (iii) *free cash flow to the firm* (“FCFF”), cujos elementos se encontram refletidos no gráfico abaixo:

⁸¹ DAMODARAN, Aswath. **Valuation**: como avaliar empresas e escolher as melhores ações. Rio de Janeiro: LTC, 2012. Tradução Afonso Celso da Cunha Serra.

⁸² SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity**: aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Primeiro dia.

⁸³ SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity**: aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Segundo dia.

⁸⁴ buyco.com.br/fluxo-de-caixa-descontado-fcd/. Acesso em: 29 jun. 2023.

Tabela 1: Modelos de Avaliação

	DDM (Avaliação de empresas com expectativa de alavancagem estável, com pagamento de dividendos próximo do FCFE (potencial))	FCFE (Avaliação de empresas com expectativa de alavancagem estável, com pagamento de dividendos distante do FCFE (potencial))	FFF (Avaliação de empresas com expectativa de alavancagem variável).
Racional	Valor do <i>equity</i> como valor presente do caixa efetivamente distribuído aos acionistas (JCP, dividendos).	Valor do <i>equity</i> como valor presente do caixa que potencialmente poderia ser distribuído aos acionistas (JCP, dividendos).	Valor da firma como valor presente do caixa gerado pelo ativo antes de distribuído aos seus <i>stakeholders</i> .
Fluxo de caixa	Dividendos ou outras distribuições realizadas aos acionistas.	(=) lucro líquido. (+) <i>non-cash charges</i> . (-) <i>capex</i> . (-) investimentos em capital de giro. (+) (dívida Emitida – dívida Amortizada)	(=) lucro líquido. (+) <i>non-cash charges</i> . (+) resultado financeiro x (1- alíquota efetiva de imposto). (-) <i>capex</i> . (-) investimentos em capital de giro.
Taxa de desconto / valor presente	K_e / <i>Equity value</i> .	K_e / <i>Equity value</i> .	WACC / <i>Enterprise value</i> .
Observações		Assume-se que os fluxos de caixa potenciais são de fato distribuídos, não havendo acúmulo de caixa.	Para chegar ao <i>equity value</i> , deve-se subtrair do <i>Enterprise value</i> a dívida líquida do ativo na data da avaliação.

Fonte: SHP Financial Training, [20--]

Com base na aplicação da avaliação por fluxo de caixa descontado, chega-se aos conhecidos conceitos de *enterprise value* e *equity value*.

Para o cálculo do *enterprise value*: (i) considera-se os fluxos de caixa dos ativos, antes do serviço da dívida; (ii) a taxa de desconto deve refletir o custo proporcional de se financiar tanto por *equity* quanto por dívida (“*weighted average cost of capital*” ou “WACC”); e (iii) o valor é valor presente dos fluxos de caixa residuais para os acionistas.⁸⁵⁻⁸⁶

Por sua vez, para o cálculo do *equity value*: (i) considera-se os fluxos de caixa dos ativos,

⁸⁵ SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity**: aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Primeiro dia.

⁸⁶ SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity**: aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Segundo dia.

após o serviço da dívida; (ii) a taxa de desconto deve refletir o custo de se financiar por *equity* (“*cost of equity*”, ou custo do capital próprio ou “*Ke*”); e (iii) o valor será o valor presente dos fluxos de caixa residuais para os acionistas.

O *cost of equity* é calculado conforme a fórmula abaixo⁸⁷⁻⁸⁸:

“ $Ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf)$ ”, sendo:

- (i) Rf = taxa livre de risco.
- (ii) β = medida da volatilidade do ativo em relação ao mercado.
- (iii) $Rm - Rf = equity\ risk\ premium$ do mercado.

Já o WACC é apurado mediante aplicação da seguinte fórmula⁸⁹⁻⁹⁰:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * R_E + \frac{D}{E + D} * R_D * (1 - T)$$

E = valor de mercado do *equity*.
 D = valor de mercado da dívida.
 Re = custo de capital próprio.
 Rd = custo de dívida ou custo marginal.
 T = alíquota efetiva de imposto.

Assim, a utilização do método de avaliação por fluxo de caixa tem as seguintes vantagens⁹¹⁻⁹²:

- (i) como tal avaliação se baseia nos fundamentos de um ativo, o resultado deveria ser menos exposto a percepções ou influências do mercado;
- (ii) a avaliação por fluxo de caixa descontado força o avaliador a pensar e refletir sobre os fundamentos e características do ativo avaliado, resultando em um melhor entendimento sobre o negócio avaliado; e
- (iii) a avaliação por fluxo de caixa descontado permite que o avaliador compreenda o impacto de cada uma das premissas utilizadas, de forma a equalizar o binômio risco x retorno em relação ao ativo avaliado.

Em que pesem as vantagens acima, pesam contra a utilização do método de avaliação

⁸⁷ SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity**: aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Primeiro dia.

⁸⁸ SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity**: aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Segundo dia.

⁸⁹ SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity**: aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Primeiro dia.

⁹⁰ SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity**: aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Segundo dia.

⁹¹ SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity**: aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Primeiro dia.

⁹² SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity**: aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Segundo dia.

por fluxo de caixa descontado a necessidade de utilização de um número maior de premissas, que podem levar a um risco maior de erros quando da sua realização, bem como, tais premissas podem ser facilmente manipuladas de acordo com os interesses do avaliador, resultando em uma análise viciada do ativo objeto da avaliação.

3.2. Avaliação por Múltiplos

A avaliação por múltiplos tem como propósito a avaliação de uma empresa por meio de comparação de seu valor de mercado por meio da aplicação de uma determinada métrica, de forma a criar uma suposta relação lógica com referido valor.

Para uma avaliação por múltiplos, são necessários os seguintes elementos, sendo (i) ativo comparável; (ii) métrica-chave de valor; e (iii) variáveis de controle. No que se refere ao ativo comparável, se trata de um ativo idêntico ou grupos de ativos similares. Em relação à métrica-chave, será a métrica comum que será utilizada para a avaliação entre os ativos, dentre as quais podemos citar EBITDA, lucro líquido, vendas, *book value* etc. Já no que tange às variáveis de controle, são aquelas utilizadas quando há necessidade de ajuste de variáveis para comparar ativos que são não integralmente comparáveis, tais como empresas com diferentes necessidades de ativos fixos.⁹³⁻⁹⁴

Com base nos elementos acima, podemos viabilizar a análise de um ativo por meio de (i) múltiplos de *equity value*; e (ii) múltiplos de *enterprise value*. Os múltiplos de *equity value* refletem o valor específico do negócio para os seus fundadores. Assim, tais métricas devem possuir relação direta com os mesmos. Já os múltiplos de *enterprise value* trazem o valor do negócio em si para as fontes de financiamento do negócio, seja de capital próprio (fundadores) e de terceiros (dívida). Tais métricas tem relação direta com o negócio em sua totalidade, descontada a estrutura de financiamento do negócio.⁹⁵⁻⁹⁶

Dentre os múltiplos de *equity value* existentes, podemos destacar o *Price/Book Value*, utilizado principalmente para análise de empresas que atuam na prestação de serviços financeiros. Tal múltiplo permite comparar o *equity value* com o patrimônio líquido contábil

⁹³ SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity**: aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Primeiro dia.

⁹⁴ SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity**: aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Segundo dia.

⁹⁵ SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity**: aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Primeiro dia.

⁹⁶ SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity**: aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Segundo dia.

(*book value*).⁹⁷⁻⁹⁸

Por sua vez, no que se referem aos múltiplos de *enterprise value*, o mais utilizado pelos avaliadores de negócios é o *Enterprise Value/EBITDA*, o qual viabiliza a comparação, por exemplo, de empresas com diferentes níveis de alavancagem.⁹⁹⁻¹⁰⁰

Podemos exaltar como uma vantagem na utilização do método de avaliação com base em múltiplos ser uma ferramenta muito simples e rápida de avaliação, a qual, quando utilizada corretamente, permite chegar a uma avaliação precisa do negócio.

Contudo, tal simplicidade, por consolidar informações complexas em uma única informação, pode gerar interpretações equivocadas no momento de sua avaliação, em razão da dificuldade em desagregar o efeito de determinados elementos no momento de sua obtenção, como taxa de crescimento por exemplo.

3.3. Avaliação da Tecnologia

Além das métricas econômicas indicadas acima, uma alternativa de avaliação que vem sendo utilizada por investidores para empresas em estágio inicial de desenvolvimento é a avaliação da tecnologia em si.

De acordo com Quintella, Teodoro, Frey, Ghesti, Braga e Anjos¹⁰¹, os principais métodos de avaliação de tecnologias praticados pelo mercado encontram-se resumidos no quadro abaixo:

Tabela 2: Resumo dos métodos de valoração de tecnologias

Abordagem	Base de cálculo	Vantagens	Desvantagens	Quando usar
Custo	Custo de reprodução ou custo de substituição.	Simplicidade na aplicação.	Não leva em consideração renda ou lucro.	Quando não existirem informações sobre mercado ou rendimentos

⁹⁷ SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity:** aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Primeiro dia.

⁹⁸ SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity:** aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Segundo dia.

⁹⁹ SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity:** aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Primeiro dia.

¹⁰⁰ SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity:** aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Segundo dia.

¹⁰¹ QUINTELLA, Cristina M.; TEODORO, Auristela Felix de Oliveira; FREY, Irineu Afonso; GHEST, Grace Ferreira; BRAGA, Melissa; ANJOS, Sérgio Saraiva Nazareno dos. **Valoração de Ativos de Propriedade Intelectual**. [S-N]: [S-I], 2019. Série Conceitos e Aplicações de Transferência de Tecnologia. Disponível em: <https://ainfo.cnptia.embrapa.br/digital/bitstream/item/214522/1/Valorac807a771o-de-ativos-de-propriedade-intelectual-2019.pdf>. Acesso em: 24 jan. 2023.

				futuros.
Mercado	Dados recentes de transações no mercado.	Provê uma valoração precisa quando as empresas têm acesso a informações sobre transações com ativos concorrentes e semelhantes.	Pouca disponibilidade ou dificuldades em obter dados de mercado.	Quando houver grande quantidade de dados de mercado.
Renda (Fluxo de Caixa Descontado)	Renda prevista de acordo com a vida econômica do ativo tecnológico.	Metodologia Analítica.	Depende de fatores subjetivos e não considera a variação das incertezas ao longo do tempo.	Fluxos de caixa futuros são estimados com boa previsibilidade, e as incertezas são baixas.
Renda (Teoria das Opções Reais)	Renda prevista e que contabiliza o valor da flexibilidade gerencial.	Metodologia analítica e agrega o valor da flexibilidade gerencial ao ativo tecnológico valorado.	Análise é mais complexa e demorada do que as demais metodologias.	Mais indicado para os casos em que a incerteza é alta.

Fonte: Quintella; Teodoro; Frey; Ghest; Braga; Anjos, 2019.

O primeiro método abordado pelos autores é a valoração pelo custo contábil. De acordo com os mesmos:

Esse método de valoração baseia-se na concepção de que o esforço de PD&I deve, no mínimo, ser ressarcido quando da negociação para a cessão ou o licenciamento de uma tecnologia. Assim, o valor do ativo deve recuperar o investimento feito para o desenvolvimento da tecnologia, particularmente os custos relativos ao dia do cálculo da valoração em vez dos custos reais de desenvolvimento.¹⁰²

Outra alternativa trazida pelos autores é a avaliação da tecnologia por valor de mercado. Ao tratar acerca da avaliação a mercado, buscam os autores esclarecer que tal critério pode ser facilmente adotado para avaliação de tecnologia com similar já existente no mercado, podendo,

¹⁰² QUINTELLA, Cristina M.; TEODORO, Auristela Felix de Oliveira; FREY, Irineu Afonso; GHEST, Grace Ferreira; BRAGA, Melissa; ANJOS, Sérgio Saraiva Nazareno dos. **Valoração de Ativos de Propriedade Intelectual**. [S-N]: [S-I], 19--. Série Conceitos e Aplicações de Transferência de Tecnologia. Disponível em: <https://ainfo.cnptia.embrapa.br/digital/bitstream/item/214522/1/Valorac807a771o-de-ativos-de-propriedade-intelectual-2019.pdf>. Acesso em: 24 jan. 2023.

para tal, recorrer a publicações setoriais.

Por sua vez, quando se trata de tecnologia recente e sem similares no mercado, a utilização de tal método fica prejudicada, na medida que envolvem informações estratégicas de seus detentores e de difícil compartilhamento, podendo, então, socorrer-se a realização de pesquisas de mercado.

Em relação à pesquisa de mercado, alertam os autores que:

[...] deve-se ter cuidado especial com os aspectos diferenciados dos tecidos sociais dos clientes e/ou consumidores avaliando seus hábitos, convenções, preconceitos, diferenças edafoclimáticas e geográficas, entre outras. A pesquisa de mercado deve ser realizada com cuidados extremos, pois pode levar a conclusões inadequadas.¹⁰³

Outro método trazido pelos autores é sua avaliação por fluxo de caixa descontado, o qual já foi objeto de estudo no presente trabalho.

Já no que concerne ao método da teoria das opções reais, Quintella, Teodoro, Frey, Ghesti, Braga e Anjos trazem o seguinte conceito:

A abordagem das opções reais é a extensão de modelos de precificação de opções financeiras para a avaliação de opções reais de ativos não financeiros. Para cada tecnologia, o gestor deve reformular continuamente sua valoração levando em consideração a evolução tecnológica ou as mudanças do mercado.¹⁰⁴

O modelo de precificação de opções financeiras, de acordo com os autores:

[...] é baseado no modelo de avaliação de sucesso Fischer-Black para opções de preços de ações financeiras. A premissa básica é a de que um investimento com um retorno assimétrico (ou seja, um retorno potencialmente grande e apenas perdas limitadas) terá um valor maior à medida que o nível de incerteza (volatilidade) aumenta. Consequentemente, os métodos de opções reais têm sido mais úteis quando grandes investimentos de capital são necessários com alta incerteza e retorno de longo prazo [...].¹⁰⁵

Por fim, em relação aos métodos de avaliação, Quintella, Teodoro, Frey, Ghesti, Braga

¹⁰³ QUINTELLA, Cristina M.; TEODORO, Auristela Felix de Oliveira; FREY, Irineu Afonso; GHEST, Grace Ferreira; BRAGA, Melissa; ANJOS, Sérgio Saraiva Nazareno dos. **Valoração de Ativos de Propriedade Intelectual**. [S-N]: [S-I], 19--. Série Conceitos e Aplicações de Transferência de Tecnologia. Disponível em: <https://ainfo.cnptia.embrapa.br/digital/bitstream/item/214522/1/Valorac807a771o-de-ativos-de-propriedade-intelectual-2019.pdf>. Acesso em: 24 jan. 2023.

¹⁰⁴ *Ibidem*.

¹⁰⁵ *Ibidem*.

e Anjos tecem a seguinte conclusão:

Independentemente do modelo empregado, o cerne é a base de dados, uma vez que é a partir dela que se podem ter valorações com maior possibilidade de evidenciar a realidade do quantum da PI e, conseqüentemente, com maior poder no processo de negociação. Assim, conclui-se que não há um método considerado melhor porque tudo depende do contexto técnico e negocial, sendo a experiência dos negociadores um fator crucial para a efetividade da transferência da tecnologia.¹⁰⁶

3.4. Outros Métodos de Avaliação

Além dos métodos de análise por fluxo de caixa descontado e avaliação por múltiplos, a legislação societária também define outros métodos de avaliação para as hipóteses de exercício de direito de retirada, exclusão de sócio por via extrajudicial e dissolução parcial de sociedade, no que se refere às sociedades limitadas, bem como, quando do exercício de dissidência por acionistas de sociedades anônimas, em deliberações no âmbito das assembleias gerais.

No que se refere às sociedades limitadas, as quotas das sociedades possuem um valor nominal, resultante da divisão do capital social pelo seu número de quotas, bem como, um valor patrimonial, que é a divisão do patrimônio líquido da sociedade pelo número de quotas representativas de seu capital social.

Em relação ao valor nominal das quotas das sociedades limitadas, Fabio Ulhoa Coelho traz as seguintes considerações:

As participações societárias em sociedades limitadas têm valor nominal, resultante da divisão do capital social pelo número de quotas. Trata-se de valor referido no contrato de sociedade, geralmente na cláusula pertinente ao capital social e cuja função é mensurar a responsabilidade de cada quotista na capitalização da sociedade. Se um sócio subscreve 1.000 quotas no valor (nominal) de R\$ 1,00 cada uma, ele é responsável por aportar na sociedade, no ato de constituição ou aumento do capital, à vista ou nos prazos contratados, o montante de R\$ 1.000,00.¹⁰⁷

¹⁰⁶ QUINTELLA, Cristina M.; TEODORO, Auristela Felix de Oliveira; FREY, Irineu Afonso; GHEST, Grace Ferreira; BRAGA, Melissa; ANJOS, Sérgio Saraiva Nazareno dos. **Valoração de Ativos de Propriedade Intelectual**. [S-N]: [S-I], 19--. Série Conceitos e Aplicações de Transferência de Tecnologia. Disponível em: <https://ainfo.cnptia.embrapa.br/digital/bitstream/item/214522/1/Valorac807a771o-de-ativos-de-propriedade-intelectual-2019.pdf>. Acesso em: 24 jan. 2023.

¹⁰⁷ COELHO, Fábio U. “Apuração de Haveres na Sociedade Limitada” in AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Sociedade limitada contemporânea**. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 25.

O mesmo autor, ao tratar acerca do valor patrimonial das quotas, esclarece que:

A quota tem, por fim, valor patrimonial, que é a divisão do patrimônio líquido da sociedade pelo número de quotas. O valor patrimonial, por sua vez, desdobra-se em três categorias, dependendo da natureza do balanço que mensura o valor do patrimônio líquido da sociedade: (a) valor patrimonial contábil (*balanço periódico*); (b) valor patrimonial contábil em data presente (*balanço especial*); (c) valor patrimonial real (*balanço de determinação*).¹⁰⁸

Acerca do exercício do direito de retirada nas sociedades limitadas, o art. 1.029 do Código Civil dispõe que “além dos casos previstos na lei ou no contrato, qualquer sócio pode retirar-se da sociedade; se de prazo indeterminado, mediante notificação aos demais sócios, com antecedência mínima de sessenta dias; se de prazo determinado, provando judicialmente justa causa”.¹⁰⁹

O art. 1.031, por sua vez, apresenta o método para apuração da participação do sócio retirante, nos seguintes termos:

Nos casos em que a sociedade se resolver em relação a um sócio, o valor da sua quota, considerada pelo montante efetivamente realizado, liquidar-se-á, salvo disposição contratual em contrário, com base na situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado.¹¹⁰

Como pode-se observar, o art. 1.031 faz referência ao cálculo com base na situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado. Fabio Ulhoa Coelho traz a seguinte definição acerca do balanço patrimonial especial referido no art. 1.031., conforme abaixo:

O balanço periódico ou ordinário, levantado em atendimento ao art. 1.179 do CC e à legislação tributária, procura retratar a situação patrimonial da sociedade na data do encerramento do exercício social (geralmente, 31 de dezembro de cada ano). É claro que, passado um dia útil que seja do exercício subsequente, esse balanço não retrata mais a situação patrimonial da mesma sociedade. Fatos contábeis (tais como derivados de celebração de contratos, venda de mercadorias, ampliação ou redução do quadro funcional, etc.) verificam-se diariamente, numa empresa em atividade. A escrituração mercantil – que é a base de qualquer balanço – registra-os, à medida que ocorrem. No transcorrer do exercício social, contudo, pode ser necessário dimensionar, pelas mais variadas razões, a situação patrimonial da sociedade.

¹⁰⁸ COELHO, Fábio U. “Apuração de Haveres na Sociedade Limitada” in AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Sociedade limitada contemporânea**. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 25.

¹⁰⁹ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Código Civil**. Brasília, 10 jan. 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

¹¹⁰ *Ibidem*.

Desde razões gerenciais até complexas negociações de empresas justificam, muitas vezes, o levantamento de balanço que procure retratar o patrimônio da sociedade numa data diferente da do encerramento do exercício. Elaborar-se, então, um *balanço especial*. Note-se que o balanço especial *não* é a simples correção monetária dos valores apropriados no balanço periódico. Trata-se, ao contrário, de uma atualização dos valores do ativo e do passivo da sociedade em razão dos *atos contábeis* verificados *no decorrer* do exercício social [...].¹¹¹

Uma vez apurado o valor da participação social a ser liquidada, o §2º do mesmo art. 1.031 estabelece que: “a quota liquidada será paga em dinheiro, no prazo de noventa dias, a partir da liquidação, salvo acordo, ou estipulação contratual em contrário”.¹¹²

Outra situação na qual é demandada a avaliação da participação do sócio se dá na hipótese de sua exclusão por via extrajudicial ou judicial.

A exclusão extrajudicial de sócio se encontra estabelecida pelo art. 1.085 do Código Civil, cuja redação é a seguinte:

Art. 1.085. Ressalvado o disposto no art. 1.030, quando a maioria dos sócios, representativa de mais da metade do capital social, entender que um ou mais sócios estão pondo em risco a continuidade da empresa, em virtude de atos de inegável gravidade, poderá excluí-los da sociedade, mediante alteração do contrato social, desde que prevista neste a exclusão por justa causa.¹¹³

Já a exclusão judicial, por seu turno, é objeto do art. 1.030, conforme trazido abaixo:

Art. 1.030. Ressalvado o disposto no art. 1.004 e seu parágrafo único, pode o sócio ser excluído judicialmente, mediante iniciativa da maioria dos demais sócios, por falta grave no cumprimento de suas obrigações, ou, ainda, por incapacidade superveniente.¹¹⁴

Para as duas hipóteses acima citadas, a participação do sócio excluído será liquidada conforme regra do art. 1.031, mediante elaboração especial, conforme já exposto acima.

Por fim, no que se refere a dissolução parcial de sociedade, seu procedimento se encontra previsto no art. 599 e seguintes do Código de Processo Civil. Dispõe o art. 599 o disposto a seguir:

¹¹¹ COELHO, Fábio U. “Apuração de Haveres na Sociedade Limitada” in AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Sociedade limitada contemporânea**. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 31

¹¹² BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Código Civil**. Brasília, 10 jan. 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

¹¹³ *Ibidem*.

¹¹⁴ *Ibidem*.

Art. 599. A ação de dissolução parcial de sociedade pode ter por objeto: I - a resolução da sociedade empresária contratual ou simples em relação ao sócio falecido, excluído ou que exerceu o direito de retirada ou recesso; e II - a apuração dos haveres do sócio falecido, excluído ou que exerceu o direito de retirada ou recesso; ou III - somente a resolução ou a apuração de haveres.¹¹⁵

Em relação à apuração dos haveres, os procedimentos previstos nos casos de dissolução parcial se encontram previstos nos arts. 604, 606 e 607 do Código de Processo Civil, transcritos abaixo:

Art. 604. Para apuração dos haveres, o juiz: I - fixará a data da resolução da sociedade; II - definirá o critério de apuração dos haveres à vista do disposto no contrato social; e III - nomeará o perito. § 1º O juiz determinará à sociedade ou aos sócios que nela permanecerem que depositem em juízo a parte incontroversa dos haveres devidos. § 2º O depósito poderá ser, desde logo, levantando pelo ex-sócio, pelo espólio ou pelos sucessores. § 3º Se o contrato social estabelecer o pagamento dos haveres, será observado o que nele se dispôs no depósito judicial da parte incontroversa.¹¹⁶

Art. 606. Em caso de omissão do contrato social, o juiz definirá, como critério de apuração de haveres, o valor patrimonial apurado em balanço de determinação, tomando-se por referência a data da resolução e avaliando-se bens e direitos do ativo, tangíveis e intangíveis, a preço de saída, além do passivo também a ser apurado de igual forma. Parágrafo único. Em todos os casos em que seja necessária a realização de perícia, a nomeação do perito recairá preferencialmente sobre especialista em avaliação de sociedades.¹¹⁷ (Grifos nossos)

Art. 607. A data da resolução e o critério de apuração de haveres podem ser revistos pelo juiz, a pedido da parte, a qualquer tempo antes do início da perícia.¹¹⁸

Como acima observado, na dissolução parcial de sociedade se opera a apuração dos haveres da participação do sócio com base em balanço de determinação, tomando-se por referência a data da resolução e avaliando-se bens e direitos do ativo, tangíveis e intangíveis, a preço de saída, além do passivo também a ser apurado de igual forma.

Tal método de avaliação é denominado avaliação patrimonial a mercado, o qual possui o mesmo racional da avaliação patrimonial, conforme já demonstrado acima, impactado por uma reavaliação. Acerca do processo de reavaliação, Roberta Nioac Padro e Renato Vilela

¹¹⁵ BRASIL. Lei nº 13105, de 16 de março de 2015. **Código de Processo Civil**. Brasília, 16 mar. 2015. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/113105.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

¹¹⁶ *Ibidem*.

¹¹⁷ *Ibidem*.

¹¹⁸ *Ibidem*.

trazem as seguintes considerações:

Tal reavaliação busca ‘ajustar’ os bens, direitos e dívidas da empresa a valores prováveis de realização no mercado, vale dizer, ao valor que seriam alienados os ativos empresariais e liquidados os seus passivos no momento da dissolução. Por esse método, o valor da empresa dar-se-ia pela seguinte equação: Valor da Empresa = Valor dos Ativos Justados a mercado – Valor dos Passivos Ajustados a mercado. Apesar de a avaliação feita por P.L. à mercado representar um incremento na acuidade do resultado, em relação ao cálculo do P.L. no seu formato mais simples, o critério patrimonial sempre devolve um resultado o qual advém de um ponto de vista estático. Ou seja, tal ponto de vista se localiza no momento do registro do valor histórico, quando da aquisição de ativos ou assunção de passivos, ou mais adiante, no momento que os elementos da equação são ajustados a valor de mercado, imaginando-se uma dissolução total da empresa.¹¹⁹

Importante ressaltar o disposto no art. 607, o qual prevê que o critério de apuração de haveres pode ser revisto pelo juiz, a pedido da parte, a qualquer tempo antes do início da perícia. Isso decorre da possibilidade de variação do valor a mercado com base em outros critérios de avaliação, como os já demonstrados por fluxo de caixa descontado e avaliação por múltiplos, o qual, dependendo do objeto social da sociedade objeto da discussão, pode impactar positivamente no momento da participação do sócio, objeto da ação de dissolução parcial.

Quanto à avaliação de participação de acionista de sociedade anônima da hipótese de seu exercício de dissidência, o § 1º do art. 45 da Lei das Sociedades Anônimas dispõe o que segue:

Art. 45. O reembolso é a operação pela qual, nos casos previstos em lei, a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembléia-geral o valor de suas ações. § 1º O estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembléia-geral, observado o disposto no § 2º, se estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação (§§ 3º e 4º). § 2º Se a deliberação da assembléia-geral ocorrer mais de 60 (sessenta) dias depois da data do último balanço aprovado, será facultado ao acionista dissidente pedir, juntamente com o reembolso, levantamento de balanço especial em data que atenda àquele prazo. 3º Se o estatuto determinar a avaliação da ação para efeito de reembolso, o valor será o determinado por três peritos ou empresa especializada, mediante laudo que satisfaça os requisitos do § 1º do art. 8º e com a responsabilidade prevista no § 6º do mesmo artigo. § 4º Os peritos ou empresa especializada serão indicados em lista sêxtupla ou tríplice, respectivamente, pelo Conselho de Administração ou, se não houver, pela diretoria, e escolhidos pela Assembléia-geral em deliberação tomada por maioria absoluta de votos, não se computando os

¹¹⁹ AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). Sociedade Limitada Contemporânea. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 694.

votos em branco, cabendo a cada ação, independentemente de sua espécie ou classe, o direito a um voto.¹²⁰

No que tange a determinação do valor econômico da participação de acionista nas sociedades anônimas, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, na obra *Direito das Companhias*, elucidam que:

O Decreto-lei nº 2.627/1940 dispunha no §1º do art. 107 que, salvo disposição em contrário nos estatutos, o valor do reembolso seria o resultado da divisão do ativo líquido da sociedade, constante do último balanço aprovado pela Assembleia Geral, pelo número de ações em circulação. O estatuto podia, entretanto, adotar outro critério para a determinação do valor do reembolso. A LSA modificou a redação desse dispositivo estabelecendo, no §1º do art. 45, que o valor de reembolso não poderia, em qualquer caso, ser inferior ao valor do patrimônio líquido das ações, de acordo com o último balanço aprovado pela Assembleia Geral. Esse dispositivo foi alterado pela Lei nº 9.457/1997, que manteve a autorização para que o estatuto crie normas de determinação do valor do reembolso, mas estabeleceu que o valor assim determinado somente poderá ser inferior ao patrimônio líquido constante do último balanço se estipulado com base no valor econômico da companhia, apurado em avaliação com observância dos §§3º e 4º que acrescentou ao artigo 45. Após essa lei, o valor de reembolso é, portanto: (a) o valor do patrimônio líquido contábil constante do último balanço, se o estatuto for omissivo; (b) o valor determinado segundo as normas constantes do estatuto, se este não estipula o valor econômico apurado em avaliação, desde que seja superior ao valor de patrimônio líquido contábil; caso contrário, prevalecerá este; e (c) o valor determinado com base em valor econômico da companhia, apurado em avaliação, se estipulado no estatuto, que poderá ser inferior ou superior ao valor de patrimônio líquido contábil.¹²¹

Reforçando a visão dos autores, trazemos as palavras de Fran Martins, o qual discorreu acerca da determinação do valor de reembolso:

Nessas condições, em primeiro lugar deve ser entendido que o valor patrimonial das ações pelo último balanço aprovado é apenas um *valor mínimo* a que os acionistas terão direito, já que a lei expressamente declara que o valor de reembolso, ‘*em qualquer caso, não será inferior* ao valor do patrimônio líquido das ações, de acordo com o último balanço da assembleia geral’. Consequentemente, mesmo que o acionista, de acordo com o §2º deste artigo, peça o levantamento de um balanço especial para apurar o valor das ações a serem reembolsadas, se o valor encontrado nesse balanço for *inferior* ao do último balanço aprovado, o acionista que se retira terá o direito de ser reembolsado *pelo valor apurado no último balanço aprovado e não no balanço especial*, já que a lei é expressa ao declarar que, *em qualquer caso*, o valor do reembolso “*não será inferior* ao valor de patrimônio das ações, de acordo com o último balanço aprovado pela assembleia geral. Em segundo

¹²⁰ BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas**. Brasília, 15 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

¹²¹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, Jose Luis Bulhoes. **Direito das companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 198.

lugar, permitindo a lei (art. 204) que sejam levantados *balanços semestrais*, o valor das ações, apurado nesses balanços, servirá como valor mínimo para o caso do exercício de recesso, nos termos do §1º deste art. 45.¹²²

Como podemos verificar, o legislador, no que se refere às sociedades anônimas, acabou por já definir o critério econômico como o mais adequado para a avaliação de participações em sociedades anônimas, ao contrário do que estipulado pela legislação no âmbito das sociedades limitadas, a qual ainda está centrada na figura de seu patrimônio líquido. Contudo, o critério econômico vem sendo transformado como critério base para a avaliação de participações societárias, como já adotado, inclusive, pelo Código de Processo Civil ao tratar da ação de dissolução parcial de sociedade, conforme já demonstrado acima.

Uma vez analisados os métodos de avaliação, abordaremos, a seguir, as modalidades de financiamento para alavancagem do modelo de negócio das *startups*.

¹²² Martins, Fran. Comentários à lei das sociedades anônimas / Fran Martins; revista e atualizada por Roberto Papini. 4. ed., ver. e atual. – Rio de Janeiro: FORENSE, 2010. p. 172.

4. MODALIDADES DE FINANCIAMENTO

4.1. Investidores Anjo

A figura do investidor-anjo surgiu na legislação brasileira com a entrada em vigor da Lei Complementar nº 155/2016, a qual promoveu alterações na Lei Complementar nº 123/2006, em especial pela inclusão dos artigos 61-A a 61-D, que acabaram por regulamentar os investimentos-anjo nas microempresas ou empresas de pequeno porte.

Em relação aos artigos acima, destacamos o disposto no §2º do art. 61-A, o qual dispõe que “o aporte de capital poderá ser realizado por pessoa física, por pessoa jurídica ou por fundos de investimento, conforme regulamento da Comissão de Valores Mobiliários, que serão denominados investidores-anjos”.¹²³

Igualmente, de acordo com o art. 2º do Marco Legal das *Startups*, considera-se investidor-anjo aquele que “não é considerado sócio nem tem qualquer direito a gerência ou a voto na administração da empresa, não responde por qualquer obrigação da empresa e é remunerado por seus aportes”.¹²⁴

A doutrina também traz sua contribuição para a definição de investidor-anjo. De acordo com Oioli, Ribeiro Jr. e Lisboa, são investidores-anjo “pessoas físicas detentoras de patrimônio elevado, que investem recursos próprios em negócios nascentes sem possuir qualquer prévia relação pessoal, social ou familiar com o fundador”.¹²⁵

De acordo com o §4º do art. 61-A da Lei Complementar nº 123/2006, o investidor-anjo possui as seguintes características:

- (i) não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou a voto na administração da empresa, resguardada a possibilidade de participação nas deliberações em caráter estritamente consultivo, conforme pactuação contratual; (ii) não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil; (iii) será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de 7 (sete) anos; (iv) poderá exigir dos administradores as contas justificadas de sua administração e, anualmente, o inventário, o balanço patrimonial e o balanço de resultado econômico; e (v) poderá examinar, a qualquer momento, os livros, os documentos e o estado do caixa e da carteira da sociedade, exceto se houver

¹²³ BRASIL. Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016. Brasília, Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp155.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

¹²⁴ BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 01 de junho de 2021. Brasília, 1 jun. 2021. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp182.htm. Acesso em: 22 dez. 2022.

¹²⁵ OIOLI, Erik Frederico (coord.). **Manual de direito para startups**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

pactuação contratual que determine época própria para isso.¹²⁶

Outra característica do investidor-anjo trazida pelo art. 8º do Marco Legal das *Startups* é que ao investidor-anjo “[...] não se estenderá o disposto no art. 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), no art. 855-A da Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943, nos arts. 124, 134 e 135 da Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966 (Código Tributário Nacional), e em outras disposições atinentes à desconsideração da personalidade jurídica existentes na legislação vigente”.¹²⁷

Segundo Cremades, dentre os benefícios de agregar um investidor anjo no ciclo de vida de uma *startup*, podemos destacar:

(i) investidores-anjo podem agregar valor por meio de aconselhamento baseado em experiência; (ii) estes investidores possuem flexibilidade na definição dos termos e condições do investimento; e (iii) podem ser uma fonte de boas referências para a startup junto a outros investidores, ao longo do ciclo de vida da empresa.¹²⁸

Os investimentos realizados por investidores-anjo podem também ser realizados por um grupo de investidores atuando na forma de sindicato, seja ele formal ou informal, ou por meio de redes de investidores-anjo estruturadas na forma de organizações ou associações, tais como Gávea Angels e Anjos do Brasil.

O investimento realizado por investidor-anjo é formalizado por meio de contrato de participação, conforme previsão contida no inciso I, do §6º, do art. 61-A da Lei Complementar nº 123/2006.

No âmbito dos incisos I e II, do art. 3º, da Lei Complementar nº 123/2006, são passíveis de recebimento de investimento, por meio de contrato de participação: (i) no caso da microempresa, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta igual ou inferior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais); e (ii) no caso de empresa de pequeno porte, aufera, em cada ano-calendário, receita bruta superior a R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais) e igual ou inferior a R\$ 4.800.000,00 (quatro milhões e oitocentos mil reais).¹²⁹

¹²⁶ BRASIL. Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. . Brasília, 14 dez. 2006. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

¹²⁷ BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 01 de junho de 2021. . Brasília, 1 jun. 2021. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp182.htm. Acesso em: 22 dez. 2022.

¹²⁸ CREMADES, 2016. p. 74-75 *apud* OIOLI, Erik Frederico (coord.). **Manual de direito para startups**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

¹²⁹ BRASIL. Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. . Brasília, 14 dez. 2006. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm. Acesso em: 20 dez. 2022.

Por sua vez, o Marco Legal das *Startups*, no §1º de seu art. 4º, estende a possibilidade de recebimento de investimento-anjo, por meio da celebração de contrato de participação, para sociedades empresárias, as sociedades cooperativas e as sociedades simples, que atendam aos seguintes requisitos:

- (i) com receita bruta de até R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais) no ano-calendário anterior ou de R\$ 1.333.334,00 (um milhão, trezentos e trinta e três mil trezentos e trinta e quatro reais) multiplicado pelo número de meses de atividade no ano-calendário anterior, quando inferior a 12 (doze) meses, independentemente da forma societária adotada;
- (ii) com até 10 (dez) anos de inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) da Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil do Ministério da Economia; e
- (iii) que atendam a um dos seguintes requisitos, no mínimo: (a) declaração em seu ato constitutivo ou alterador e utilização de modelos de negócios inovadores para a geração de produtos ou serviços, nos termos do inciso IV do caput do art. 2º da Lei nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004; ou (b) enquadramento no regime especial Inova Simples, nos termos do art. 65-A da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.

§ 2º Para fins de contagem do prazo estabelecido no inciso II do § 1º deste artigo, deverá ser observado o seguinte: (i) para as empresas decorrentes de incorporação, será considerado o tempo de inscrição da empresa incorporadora; (ii) para as empresas decorrentes de fusão, será considerado o maior tempo de inscrição entre as empresas fundidas; e (iii) para as empresas decorrentes de cisão, será considerado o tempo de inscrição da empresa cindida, na hipótese de criação de nova sociedade, ou da empresa que a absorver, na hipótese de transferência de patrimônio para a empresa existente.¹³⁰

Em relação às fases na qual um investimento-anjo é realizado, trazemos exemplo apresentado por Oioli, Ribeiro Jr. e Lisboa neste caso, considerando a atuação de uma rede de investidores-anjo:

Fase 1 - Busca de Negócios - A busca de negócios pode ser proativa ou reativa. A maioria dos negócios provém de membros da rede de investidores e de interações com outros atores do ecossistema (prestadores de serviços, *venture capitalists*, incubadoras, aceleradoras etc.); Fase 2 - Triagem de Negócios: Inscrições em processos de seleção de investimento são normalmente centralizadas e gerenciadas por softwares. A triagem inicial pode ser informal (por meio de um membro da rede) ou formal (por meio do grupo de investimentos ou de um gerente da rede); Fase 3 - Feedback Inicial: As empresas que participam da triagem são contatadas e podem receber alguma orientação sobre as expectativas da rede de investidores-anjo e sobre como realizar uma melhor apresentação de seu negócio; Fase 4 - Apresentação a Investidores: As empresas selecionadas são convidadas a realizar uma

¹³⁰ BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 01 de junho de 2021. . Brasília, 1 jun. 2021. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp182.htm. Acesso em: 20 dez. 2022.

apresentação de seus negócios aos investidores-anjo membros da rede, em reunião realizada em certa periodicidade que varia conforme a rede. Em geral, são realizadas de duas a quatro apresentações de startups. Os investidores discutem entre si, em uma reunião fechada, aspectos das empresas apresentadas; Fase 5 - Due diligence: O procedimento de obtenção e verificação de informações sobre as potenciais investidas (due diligence) é realizada de modo formal e inclui: análise de competidores; validação do produto e aspectos de propriedade intelectual; avaliação da estrutura legal e societária da empresa, de aspectos financeiros, contratuais e fiscais; e verificação de aspectos de compliance e checagem de referências da startup e do(s) fundador(es). Em virtude do estágio inicial em que o investimento-anjo é realizado, este procedimento será focado, em larga medida, na análise do perfil dos fundadores, suas experiências anteriores, competências e referências, bem como do time envolvido; e na análise da viabilidade do produto ou serviço; Fase 6 – Negociação: Se os membros da rede permanecerem interessados depois da due diligence, é preparado um term sheet com os termos e as condições do aporte e a avaliação da empresa (*valuation*) é negociada. É realizada uma apresentação final da startup pelo fundador aos membros da rede; Fase 7 – Investimento: Os membros interessados no investimento se organizam em um sindicato e os documentos que formalizarão o investimento são elaborados, com o auxílio de advogado. Ocorrem a assinatura e a devida formalização da documentação e os recursos financeiros são aportados na startup; e Fase 8 - Apoio pós investimento: Posteriormente ao investimento, os investidores-anjo monitoram a startup, oferecem mentoria e assistem a investida com expertise e conexões. Adicionalmente, os investidores-anjo trabalham lado a lado com a investida para viabilizar a saída de seu investimento, por uma operação de compra e venda de participação societária com um terceiro (M&A) ou uma oferta pública inicial de ações (IPO).¹³¹

Importante ressaltar que, anteriormente à introdução da figura do investidor-anjo no nosso ordenamento jurídico e da criação do contrato de participação, o investimento anjo era materializado por meio da celebração de um instrumento de mútuo conversível em participação societária.

De acordo com o art. 586 do Código Civil, o mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis, no caso, dinheiro. Conforme destacam Erik Frederico Oioli, José Alves Ribeiro Junior e Henrique Lisboa:

Do ponto de vista do investidor, o mútuo conversível tem a grande vantagem de não se expor, inicialmente, ao risco de participação no capital social de uma *startup* nascente. Já para a *startup*, a celebração de um mútuo conversível permite, usualmente, a captação de recursos mais baratos do que seriam obtidos com um empréstimo numa instituição financeira, visto que o investidor que aporta recursos na *startup* por meio de mútuo conversível aposta na futura valorização da empresa, o que tem valor nas negociações dos

¹³¹ OIOLI, Erik Frederico (coord.). **Manual de direito para startups**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

juros aplicáveis ao mútuo.¹³²

Em que pese o disposto no art. 8º, I e II, do Marco Legal das *Startups* ser aplicado unicamente na hipótese de investimento em *startups* enquadradas conforme o art. 4º, I, do dispositivo em questão, essas proteções também podem ser estendidas aos investidores que disponibilizam recursos para *startups* por meio de estipulação de cláusula de declarações e garantias, na qual os fundadores e a sociedade investida declaram e garantem a situação da sociedade investida à época da celebração do contrato de mútuo conversível, bem como, de cláusula de indenização, pela qual a sociedade investida e os fundadores se comprometem a isentar o investidor de qualquer responsabilidade por atos praticados pela sociedade investida e/ou pelos fundadores antes ou depois da celebração do instrumento de mútuo conversível.

Além das proteções conferidas aos investidores-anjo, os contratos de mútuo conversível também trazem um rol de direitos usualmente conferido aos investidores-anjo, de forma que os mesmos possam acompanhar, com determinada frequência, as demonstrações financeiras da sociedade investida, bem como, se o montante disponibilizado por meio do mútuo conversível está sendo alocado conforme acordado no contrato de mútuo conversível.

Em relação às demonstrações financeiras, os contratos de mútuo conversível estabelecem determinadas informações financeiras que são disponibilizadas aos investidores, bem como, a periodicidade na qual referidas informações serão reportadas, tal como no exemplo abaixo:

- 1-) A qualquer tempo: informações relacionadas à sociedade e aos negócios por ela praticados.
- 2-) Mensalmente: demonstrativo de resultados do mês anterior; relatório de controle e desempenho da sociedade, refletindo o impacto do montante disponibilizado no âmbito do mútuo conversível no referido mês; e relatório com o status das receitas, despesas e investimentos realizados pela sociedade.
- 3-) Anualmente: cópia do balanço patrimonial e das demonstrações de resultado econômico da sociedade relativas ao exercício encerrado.¹³³

Ainda que os empreendedores e as sociedades investidas procurem adotar medidas de transparência e controle aos investidores, dado que referidos investidores ainda não ingressaram no quadro de sócios da sociedade investida, não há, do ponto de vista legal, como garantir que os investidores tenham o mesmo poder de controle e fiscalização dos sócios em relação às

¹³² OIOLI, Erik Frederico; RIBEIRO JUNIOR, José Alves; LISBOA, Henrique. *In*: OIOLI, Erik Frederico (coord.). **Manual de direito para startups**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

¹³³ Elaboração própria.

demonstrações financeiras da sociedade, na medida que a legislação confere, exclusivamente, aos sócios/acionistas o poder de participar das reuniões/assembleias de sócios/acionistas, para deliberar acerca das demonstrações financeiras da sociedade investida.

Em relação às sociedades limitadas, o inciso I do art. 1.078, ao tratar acerca da análise e aprovação das demonstrações financeiras da sociedade, estabelece que:

Art. 1.078. A assembléia dos sócios deve realizar-se ao menos uma vez por ano, nos quatro meses seguintes à ao término do exercício social, com o objetivo de: I - tomar as contas dos administradores e deliberar sobre o balanço patrimonial e o de resultado econômico; [...].¹³⁴

Já em relação às sociedades anônimas, o art. 122 da Lei das Sociedades Anônimas atribui à assembleia geral a competência para deliberar acerca das demonstrações financeiras das sociedades “compete privativamente à assembleia geral: [...] III - tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas”.¹³⁵

O próprio direito de acesso aos livros sociais é privativo dos sócios/acionistas, conforme disposto no art. 1.021 do Código Civil, bem como, no art. 105 da Lei das Sociedades Anônimas. Estabelece o art. 1.021 do Código Civil que “salvo estipulação que determine época própria, o sócio pode, a qualquer tempo, examinar os livros e documentos, e o estado da caixa e da carteira da sociedade.”¹³⁶

O art. 105 da Lei das Sociedades Anônimas, por sua vez, no que se refere à exibição dos livros, dispõe o seguinte:

Art. 105. A exibição por inteiro dos livros da companhia pode ser ordenada judicialmente sempre que, a requerimento de acionistas que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social, sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia.¹³⁷

Tendo em vista o acima disposto, de forma a viabilizar que os investidores possam participar do monitoramento e da aprovação das demonstrações financeiras da Sociedade,

¹³⁴ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Código Civil**. Brasília, 10 jan. 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

¹³⁵ BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas**. Brasília, 15 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

¹³⁶ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Código Civil**. Brasília, 10 jan. 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

¹³⁷ BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas**. Brasília, 15 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

acabam os investidores por demandar, nos instrumentos de mútuo conversível, a possibilidade de indicação do diretor financeiro da sociedade, ou mesmo, que o conselho fiscal atue de forma permanente, permitindo que o investidor tenha o direito de indicar um conselheiro independente para o conselho fiscal.

Finalizada a exposição relativa ao investidor-anjo, passa-se a abordar os aspectos relativos às rodadas de investimento e suas respectivas séries.

4.2. Rodadas de Investimento

Superadas as etapas de desenvolvimento iniciais e já detendo um MVP funcional e com sua viabilidade e possibilidade de escalagem devidamente comprovada pelo empreendedor, passa-se a buscar montantes de capitais mais robustos que permitam acelerar o modelo de negócio pretendido pelo empreendedor.

Tais chamadas de capital levam em consideração o estágio de maturação da *startup* e possuem jargão próprio adotado pelo mercado. São as denominadas séries de investimento.

4.3. Série A

A série A de investimento tem como objetivo principal a captação de recursos para ampliação da base de usuários, bem como, aumento da oferta de produtos e serviços com base no MVP desenvolvido pela *startup*, visando dar maior escalagem ao modelo de negócio da *startup* e consolidação no seu mercado de atuação. Nesse estágio, os valores dos aportes envolvidos podem ir de R\$ 2 milhões a R\$ 20 milhões.

Conforme definição trazida por Oioli, Ribeiro Jr. e Lisboa:

[...] é o financiamento requerido para e a partir do momento do início da atividade e acesso inicial ao mercado para validação do produto, assim como início efetivo da operação da startup. Neste estágio, convivem os investidores da fase de capital semente com veículos de VC que atuam em estágios iniciais (veículos de VC denominados de early stage ou estágio inicial, e seed VC), e é possível que investidores participantes da fase de capital semente, especialmente investidores-anjo, façam aportes subsequentes (follow on) neste momento.¹³⁸

¹³⁸ OIOLI, Erik Frederico (coord.). **Manual de direito para startups**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

Nesse estágio, aos investidores podem receber em contrapartida ao investimento realizado, a possibilidade de conversão de seu crédito em participação acionária, ou até mesmo obter uma propriedade parcial da empresa investida.

Ao longo do ano de 2022, as principais “*series A*” de investimento realizadas no Brasil foram: (i) a Tabas, proptech especializada em aluguel de apartamentos totalmente mobiliados e com design exclusivo, recebeu a captação de US\$ 14 milhões; (ii) a Cayena, marketplace B2B focado na indústria de reposição de alimentos em atacado, recebeu R\$ 100 milhões, liderada pela Vine Ventures.; (iii) a Vittude, referência em psicologia on-line e saúde emocional corporativa, recebeu um aporte de R\$ 35 milhões, liderado pela Crescera Capital; e (iv) a Dream2B, international venture builder que conecta os ecossistemas do Canadá e do Brasil, recebeu investimento de US\$ 10 milhões, realizado pela Victory Square.¹³⁹

4.4. Série B

A Série B de investimento tem como objetivo financiar o crescimento e a expansão da startup, seja mediante destinação de recursos para aprimoramento do produto ou serviço explorado pela *startup*, capital de giro para financiamento de suas operações, novos investimentos em tecnologia, expansão de mercados e das equipes de venda, marketing, tecnologia da informação, administrativa, dentre outras. Nesse momento, a *startup* se encontra em um estágio de equilíbrio financeiro ou *breakeven*, porém ainda sem a capacidade de geração de lucros.

Os valores investidos podem chegar a dezenas de milhões. De acordo com Oioli, Ribeiro Jr. e Lisboa:

A captação de investimentos Série B demonstram que a startup possui um negócio promissor, e há a participação tanto de investidores atuais com novos aportes como a entrada de novos financiadores, especialmente veículos de VC com tíquetes de investimento superiores (veículos de VC denominados de later stage, ou estágio avançado). Parte dos recursos aportados pelos novos investidores pode ser utilizada para a saída de investidores de capital semente e de Série A.¹⁴⁰

Ao longo do ano de 2022, as principais “*series B*” de investimento realizadas no Brasil

¹³⁹ RANKING DE INVESTIMENTOS 2022. Disponível em: <https://startupi.com.br/ranking-investimentos-2022/>. Acesso em: 21 dez. 2022.

¹⁴⁰ OIOLI, Erik Frederico (coord.). **Manual de direito para startups**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

foram: (i) a Justo, startup do setor de supermercados on-line, com operações no Brasil, México e Peru, recebeu investimento de US\$ 152 milhões liderado pela General Atlantic; (ii) a Take Blip, plataforma em nuvem de business messaging, recebeu um aporte de US\$ 70 milhões; e (iii) a Odilo, plataforma de streaming de educação, recebeu um aporte de capital de US\$ 64 milhões liderado pela Bregal Milestone.¹⁴¹

4.5. Séries C, D, E *Later Stage*

Os investimentos realizados nas séries C, D, e *later stage* têm como objetivo acelerar a empresa em todos os aspectos, lançando-a no mercado internacional e/ou adquirindo outras companhias.

Nesse estágio, a *startup* já se encontra mais consolidada e busca novos recursos para viabilizar a expansão de suas atividades em âmbito internacional, seja por meio da aquisição de concorrentes ou de outros *players* que atuem em sua cadeia de negócios com modelos de negócio complementares.

Para tal finalidade, os valores de investimentos pretendidos são ainda mais relevantes, resultantes do aumento do valor de mercado da *startup*, o que pode permitir, inclusive, o recebimento de novos aportes por iniciativa de fundos de *venture capital* que atuam em estágios mais avançados, ou mesmo, tornar atrativa a participação de fundos de *private equity* em tais séries.

Com relação aos investimentos “Series D” em diante, esclarecem Oioli, Ribeiro Jr. e Lisboa:

Em caso de dificuldades no processo de consolidação da startup que impeçam o passo seguinte, de abertura de capital, é possível haver nova(s) rodada(s) de investimento em que ou os atuais investidores, participantes das rodadas anteriores, ou um ou mais novos investidores, comprando total ou parcialmente a participação dos investidores precedentes, aporem novos recursos na empresa com vistas a mudanças de gestão, ajustes de modelos de negócio, lançamento de novos produtos, diversificação de público-alvo e atuação geográfica, aquisição de concorrentes e/ou, enfim, promover uma reestruturação, em um sentido geral, da investida.¹⁴²

Ao longo do ano de 2022, as principais séries de investimento realizadas no Brasil em

¹⁴¹ RANKING DE INVESTIMENTOS 2022. Disponível em: <https://startupi.com.br/ranking-investimentos-2022/>. Acesso em: 21 dez. 2022.

¹⁴² OIOLI, Erik Frederico (coord.). **Manual de direito para startups**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

estágio *later stage* foram: (i) a Brex, que levantou mais de US\$ 300 milhões em uma extensão da sua rodada Séries D liderada pela Greenoaks Capital e Technology Crossover Ventures (TCV); (ii) a Credits, plataforma on-line de crédito com garantia, recebeu aporte de US\$ 260 milhões em sua série F; (iii) a Neon, que levantou R\$ 1,6 bilhão em sua rodada da Série D, realizada pelo BBVA; (iv) a Betterfly, plataforma de benefícios orientada por propósito social, levantou em série C o valor de US\$ 125 milhões; (v) em série D, o dr.consulta, healthtech que oferece consultas, exames e serviços de saúde, recebeu um aporte de R\$ 170 milhões; (vi) o Solfácil que recebeu aporte follow-on de US\$ 30 milhões, em complementação do investimento Série C de US\$ 100 milhões; (vii) a Cortex recebeu nova rodada de investimentos Série C de R\$ 260 milhões liderada pela Lightrock; e (viii) a Factorial, empresa de processos de RH e DP para PMEs, recebeu nova rodada de investimento Série C de R\$ 620 milhões.¹⁴³

¹⁴³ RANKING DE INVESTIMENTOS 2022. Disponível em: <https://startupi.com.br/ranking-investimentos-2022/>. Acesso em: 21 dez. 2022.

5. PROCESSO DE INVESTIMENTO

O processo de investimento representa o início das negociações entre investidores e *founders*, o que se dá, inicialmente, pela celebração de um contrato de confidencialidade, instrumento no qual investidores e fundadores estabelecem os termos e condições para o envio e recebimento de informações confidenciais da *startup*, especialmente no que tange aos aspectos contábeis, legais e financeiros da operação.

O processo de investimento é composto por 5 (cinco) fases, representando a realização de atos ou a celebração de documentos, sendo (i) celebração de contrato de confidencialidade; (ii) celebração de carta de intenções não vinculante; (iii) realização de auditoria contábil e legal; (iv) apresentação de carta oferta; e (v) negociação e celebração dos documentos da transação.

Abordaremos, em seguida, cada uma das fases acima indicadas, apresentando aspectos práticos relacionados a cada uma das fases em comento.

5.1. Contrato de Confidencialidade

Como etapa inicial para realização de investimentos em *startups*, investidor e *founders* celebram um contrato de confidencialidade, por meio do qual ficam estabelecidos os princípios a serem seguidos pelas partes para compartilhamento de informações confidenciais da empresa *target*, inicialmente com foco em documentos de natureza financeira e contábil, os quais serão utilizados para fins de *valuation* da *startup*, de acordo com as modalidades já abordadas no presente trabalho.

Contratos de confidencialidade são usualmente celebrados entre investidores e seus assessores, assim como, entre *founders*, a empresa objeto do investimento e o potencial investidor.

Nos contratos de confidencialidade, as partes estabelecem o conceito de informações confidenciais, o tratamento a ser dado pelas partes no âmbito das mesmas, as exceções aplicáveis no âmbito das informações recebidas, o prazo de duração do contrato, dentre outras disposições de interesse das partes.

Sob o ponto de vista prático, trazemos abaixo um exemplo de cláusula de conceito de informação confidencial:

“Informações Confidenciais”, nos termos deste Contrato, representam as informações que são de propriedade ou controladas por uma Parte, seu cliente ou mandante, direta ou indiretamente, incluindo, sem limitações:

- (i) os produtos das Partes, em qualquer tipo de forma, incluindo em forma de código fonte ou de objeto, especificações, informações de engenharia, procedimentos, banco de dados, e quaisquer tecnologias, invenções (descobertas, conceitos e ideias) e algoritmos proprietários relacionados, ou informações contidas com respeito a eles, incluindo, sem limitações, quaisquer segredos empresariais, patentes ou marcas relacionados a qualquer um dos itens precedentes;
- (ii) planos de produtos ou equipamentos de uma das Partes, seus projetos, custos de produção e produtos, estratégias, preços e nomes; informações financeiras não publicadas na mídia, planos de marketing, oportunidades de negócios, lista de clientes, recursos humanos, pesquisa, desenvolvimento ou know-how;
- (iii) qualquer informação que deva, razoavelmente, ser reconhecida pela Parte receptora como sendo confidencial ou de propriedade privada, independente de ter sido marcada como confidencial ou não; ou
- (iv) qualquer informação designada ou assinalada pela Parte emissora por escrito, como sendo confidencial, ou de forma verbal, quando de sua emissão.¹⁴⁴

Quanto à disposição acerca do tratamento da informação confidencial a ser compartilhada, traz-se abaixo o seguinte exemplo de cláusula usualmente incluída nos contratos de tal natureza:

Cada Parte concorda em:

- (i) manter a Informação Confidencial da outra Parte em estrito sigilo;
- (ii) não divulgar tal Informação Confidencial a quaisquer terceiros (que não em bases confidenciais para seus representantes em desenvolvimento do Propósito Negocial); e
- (iii) não utilizar qualquer Informação Confidencial para qualquer propósito exceto para o Propósito Negocial. Cada Parte poderá divulgar a Informação Confidencial da outra Parte para seus empregados e consultores que necessitem da informação, para os fins do objeto do presente instrumento.¹⁴⁵

Com relação às exceções ao conceito de informação confidencial, apresentamos, abaixo, um exemplo de cláusula contratual aplicável para tal finalidade:

O conceito de Informação Confidencial não se aplica às informações que:

- (a) sejam de domínio público, ou estejam disponíveis para o público de maneira geral antes de serem recebidas pela Parte receptora da Parte emissora, ou que venham posteriormente a tornarem-se de domínio público ou disponíveis de maneira geral para o público, antes de qualquer ação violadora da Parte receptora ou de um empregado ou agente da Parte receptora;
- (b) estejam de posse da Parte receptora, sem quebra de quaisquer obrigações aqui discriminadas perante a Parte emissora, antes do seu recebimento da Parte emissora;
- (c) sejam recebidas pela Parte receptora posteriormente através de

¹⁴⁴ Elaboração Própria.

¹⁴⁵ *Ibidem*.

terceiros, exceto se a Parte receptora tiver conhecimento ou tenha razões para estar ciente de uma obrigação de confidencialidade do terceiro com a Parte emissora, com relação a tais informações;

(d) sejam desenvolvidas pela Parte receptora, independentemente e sem recorrer a qualquer Informações Confidenciais recebidas da Parte emissora; ou

(e) tenham sido previamente emitidas pela Parte emissora a terceiros sem obrigações de manter segredo.¹⁴⁶

Por fim, para regular o prazo de vigência de um contrato de confidencialidade, trazemos, abaixo, o seguinte exemplo de proposta contratual:

Este Contrato entrará em vigor na data de sua assinatura, e permanecerá vigente pelo prazo de [=] ou até ser resiliado por uma Parte, mediante notificação escrita à outra Parte, com antecedência mínima de [=] ([=]) dias. Não obstante, as obrigações de confidencialidade e sigilo permanecerão em vigor pelo prazo de [=] ([=]) anos após o término deste Contrato.¹⁴⁷

5.2. Memorando de Entendimentos

Posteriormente ao contrato de confidencialidade, o investidor submete aos *founders* um memorando de entendimentos, no qual apresenta a sua proposta para realização do investimento pretendido.

Por meio do memorando de entendimentos, são abordadas questões tais como as etapas das negociações, os escopos das auditorias a serem realizadas (usualmente financeiras, contábeis e legais), listagem preliminar dos documentos da transação (com base na proposta de investimento apresentada), confidencialidade dos termos constantes no memorando de entendimentos, bem como, e o período de exclusividade das negociações entre investidor e *founders*.

Outra característica dos memorandos de entendimento no início dos entendimentos entre investidor e *founders* é sua não vinculação, ou seja, os termos constantes no memorando de entendimentos não vinculam o investidor, permitindo que o mesmo desista no seguimento das negociações a qualquer tempo ao longo do processo, em caso constatação de existência de evento adverso que torne inviável o prosseguimento da transação.

Seguindo o viés prático adotado no tópico relativo ao contrato de confidencialidade, abaixo trazemos um exemplo de cláusula tratando do escopo de um memorando de entendimentos, considerando a realização de investimento por meio da celebração de mútuo

¹⁴⁶ Elaboração própria.

¹⁴⁷ *Ibidem*.

conversível:

O presente instrumento (“MoU”) resume os principais termos de eventual investimento a ser realizado por um grupo de investidores representados por [=] (“Representante” e “Credores”, respectivamente) na [=] (“Sociedade”), com a anuência de [=] e [=] (denominados, individualmente, “Fundador” e, coletivamente, “Fundadores”), por meio de contrato de mútuo conversível em participação social (“Contrato de Mútuo”).¹⁴⁸

Já no que se refere aos termos da documentação a ser celebrada entre as partes, apresentamos, abaixo, um exemplo de cláusula usualmente utilizada para tal finalidade:

Uma vez definidas e acordadas todas as condições do Contrato de Mútuo, os Credores emprestarão à Sociedade um valor agregado de R\$ [=] ([=] reais), sujeito a juros equivalentes a [=]% ([=] por cento) (“Mútuo”). O Mútuo deverá ser pago pela Sociedade em [=] meses após o desembolso da sua primeira parcela, sendo tal prazo prorrogável por igual período, a critério dos Credores detentores da maioria das cotas de investimento na Sociedade. O Mútuo deverá ser utilizado pela Sociedade única e exclusivamente para a execução do seu objeto social.¹⁴⁹

Outra disposição constante nos memorandos de entendimento é a relativa aos eventos nos quais o investidor poderá converter o mútuo em participação societária na sociedade investida, conforme exemplo abaixo:

A qualquer tempo e a critério da Maioria dos Credores, o Mútuo poderá ser convertido em ações de emissão da Sociedade representativas de [=]% ([=] por cento) do seu capital social total, em bases diluídas, quando da conversão (“Percentual Base”), caso ambas as parcelas mencionadas sejam desembolsadas. A Sociedade e os Fundadores se obrigam a transformar a Sociedade em sociedade anônima imediatamente antes da conversão. Aos Credores serão concedidas ações ordinárias da Sociedade. Na hipótese de realização de um novo aumento de capital na Sociedade, da celebração de novo instrumento de dívida conversível em participação na Sociedade ou qualquer outro instrumento que conceda participação na Sociedade (“Novo Investimento”), entre a presente data e a data da conversão do Mútuo em participação, baseado em um pre money valuation inferior ao praticado no Contrato de Mútuo, os Credores poderão, a qualquer tempo e sem que isso constitua uma obrigação, converter o Mútuo em participação na Sociedade segundo este pre money valuation inferior (“Novo Percentual”). Os Credores serão obrigados a converter o Mútuo em participação na Sociedade, se qualquer Novo Investimento possuir um único investidor desembolsando, no mínimo, R\$ [=] (excluindo o valor de qualquer outro investimento anterior). Neste caso, a Maioria dos Credores poderá optar por: (i) converter o Mútuo em participação social da Sociedade equivalente ao Percentual Base ou ao Novo Percentual, o que for maior; ou (ii) definir o seu percentual do capital

¹⁴⁸ Elaboração própria.

¹⁴⁹ *Ibidem*.

social total da Sociedade, com base no post money valuation do Novo Investimento em questão (“Percentual da Conversão Obrigatória”).¹⁵⁰

Adicionalmente, também é usualmente regulada no memorando de entendimentos as condições para a realização de um evento de liquidez, ou seja, a ocorrência de eventos que permitem que o investidor possa optar ou pelo recebimento do mútuo, bem como, pela sua conversão em participação societária. De forma a elucidarmos o tratamento dos eventos de liquidez nos memorandos de entendimento, trazemos o seguinte exemplo:

Previamente à conversão do Mútuo em participação, caso os Fundadores alienem ou deixem de deter, por qualquer motivo, inclusive em virtude de aumento de capital, [=]% ([=] por cento) ou mais de sua participação na Sociedade ou a Sociedade seja objeto de qualquer operação de reestruturação (“Evento de Liquidez”), a Maioria dos Credores poderá optar por: (i) receber [=] ([=]) vezes o valor do Mútuo em até [=] ([=]) dias a contar da notificação da sua decisão; ou (ii) converter o Mútuo em participação imediatamente antes da concretização do Evento de Liquidez.¹⁵¹

Igualmente, também são regulados nos memorandos de entendimento a relação dos documentos definidos a serem firmados quando da conclusão do negócio, bem como, a obrigação dos *founders* em fornecer informações da *startup*, com a finalidade de realização das auditorias habituais neste tipo de transação, como contábil e legal. Para tanto, trazemos o seguinte exemplo:

Havendo consenso quanto às condições finais negociadas, os seguintes documentos deverão ser assinados pelas partes na primeira data de fechamento (“Documentos Definitivos”):

- (i) acordo de investimento, estabelecendo os procedimentos e as condições para a realização do Investimento contemplando, ainda, um modelo de acordo de acionistas a ser adotado em caso de conversão, pelo Investidor, dos mútuos em participação societária na Sociedade; e
- (ii) quaisquer outros contratos e/ou documentos que se façam necessários para a conclusão do negócio objeto deste Memorando.

Imediatamente após a aceitação deste Memorando, o Investidor espera que a Sociedade e seus representantes, funcionários e assessores disponibilizem ao Investidor, seus representantes, funcionários e assessores, acesso às instalações da Sociedade, aos seus documentos, livros e registros com as informações necessárias para avaliação do negócio objeto do presente Memorando e realização da Auditoria da Sociedade, seus ativos, passivos, demonstrações financeiras, projeções e questões contábeis, fiscais, trabalhistas, regulatórias e demais questões. Para esta etapa, o Investidor deverá dedicar alguns de seus funcionários e assessores jurídicos e

¹⁵⁰ Elaboração própria.

¹⁵¹ *Ibidem*.

contábeis.¹⁵²

Por fim, outra disposição usualmente presente nos memorandos de entendimento é cláusula dispendo acerca do caráter não vinculante dos memorandos de entendimento. Tal cláusula visa assegurar que o memorando celebrado não representa uma obrigação do investidor em realizar o investimento pretendido, bem como, vincula as partes ao cumprimento de obrigações tais como confidencialidade, lei aplicável e regras de solução de controvérsias, conforme abaixo:

Somente os termos previstos neste item possuem caráter vinculante. Nada neste MoU deve ser interpretado como capaz de obrigar as suas partes signatárias a efetivamente executar um investimento. Este MoU é firmado em caráter estritamente confidencial, de forma que os Fundadores e a Sociedade não poderão divulgar, nem permitirão que os termos, intenções e informações aqui contidos sejam divulgados, a qualquer terceiro, sem o expresso e prévio consentimento por escrito do Representante. As obrigações de confidencialidade previstas neste item entram em vigor na presente data e deverão permanecer válidas e eficazes pelo prazo de [=] anos a contar da presente data. Este MoU será regido e deve ser interpretado de acordo com as leis da República Federativa do Brasil. Todo e qualquer litígio originário deste MoU, inclusive relativo à interpretação ou execução de seus termos, será definitivamente resolvido por arbitragem, administrada pela Câmara de Comércio Brasil Canadá e conduzida de acordo com o seu Regulamento vigente na data do pedido de instauração da arbitragem (“Regulamento”). O tribunal arbitral será constituído por 1 (um) árbitro, indicado conforme o disposto no Regulamento. A arbitragem terá sede na Cidade e Estado de São Paulo, Brasil. O procedimento arbitral será conduzido em português. A arbitragem e todos os documentos, informações e petições trocados no seu curso estarão sujeitos a sigilo e confidencialidade.¹⁵³

Uma vez acordado e celebrado, entre investidor e fundadores, o memorando de entendimentos, passa-se para a etapa de realização das auditorias contábil e legal, a qual abordaremos no tópico a seguir.

5.3. Auditoria Legal

O processo de auditoria pré-investimento tem por objetivo analisar a situação jurídica da *startup*, de forma a identificar eventuais contingências que possam ser causa impeditiva do prosseguimento da operação de investimento.

Na prática, a auditoria legal se inicia mediante a divulgação, pelo investidor, de uma

¹⁵² Elaboração própria.

¹⁵³ *Ibidem*.

lista de documentos iniciais a serem apresentados pelos fundadores e pela empresa *target* do investimento. Referida lista é usualmente dividida em cerca de treze segmentos (podendo variar de acordo com o grau de maturação do negócio), sendo, primordialmente, (i) aspectos societários; (ii) demonstrações financeiras e relatórios de auditoria; (iii) operações financeiras; (iv) contratos comerciais; (v) seguros; (vi) propriedade intelectual; (vii) imobiliário; (viii) regulatório; (ix) normas anticorrupção; (x) aspectos trabalhistas; (xi) aspectos fiscais; (xii) litígios; e (xiii) certidões.

Em relação aos aspectos societários, a auditoria tem por objetivo (i) atestar o status da composição societária da empresa *target*; (ii) verificar a existência de acordos de quotistas/acionistas; (iii) analisar o teor de atas de eleição de diretoria, aprovação de demonstrações financeiras e distribuição de dividendos; bem como, a existência de opções de compra de participação societária conferidas à colaboradores ou investidores. Como exemplos de documentos regularmente solicitados, podemos citar:

(i) organograma descritivo da atual estrutura societária, indicando, se possível, todos os acionistas até o nível de pessoa física e todas as sociedades nas quais a Sociedade tenha participação, indicando a respectiva quantidade de ações ou quotas e percentual, incluindo as participações decorrentes de planos de opções de compra, exercidos ou não, e outros valores mobiliários conversíveis em ações ou quotas de emissão da Sociedade, bem como a existência de eventuais ônus ou gravames sobre qualquer participação; (ii) captable atualizado; (iii) com relação à Sociedade, cópia dos documentos, contratos e acordos (e respectivos aditamentos) em vigor relativos a programas ou planos de opção de compra de quotas ou similares (stock options, restricted shares, phantom shares etc.); (iv) com relação à Sociedade, lista dos beneficiários e respectivas quantidades de opções outorgadas, datas de vencimento para exercício e quantidades de opções exercidas dos programas ou planos; (v) com relação à Sociedade, cópia dos acordos de quotistas (celebrados pelos quotistas) (e respectivos aditamentos) em vigor; e (vi) outros documentos, contratos, acordos ou informações.¹⁵⁴

Já em relação às demonstrações financeiras e relatórios de auditoria, a auditoria legal tem como propósito verificar a correta contabilização de suas receitas, despesas, ativos e passivos, dado que as demonstrações financeiras analisadas serão objeto de declarações e garantias a serem conferidas pelos fundadores e pela empresa *target* ao investidor no âmbito do contrato que formalizar a realização do investimento, os quais serão abordados no próximo capítulo do presente trabalho. Podemos trazer os seguintes exemplos de documentos regularmente solicitados:

¹⁵⁴ Elaboração própria.

(i) com relação à Sociedade, cópia das demonstrações financeiras consolidadas relativas ao[s] último[s] [=] exercício[s] social[is] e, se aplicável, respectivo[s] parecer[es] de auditoria; (ii) com relação à Sociedade, se aplicável, cópia das demonstrações financeiras consolidadas relativas ao mais recente trimestre do exercício social em curso e, se aplicável, respectivo relatório de revisão limitada; (iii) com relação à Sociedade e aos três últimos exercícios sociais e ao exercício social em curso, laudos de avaliação de bens e/ou direitos que fundamentem a reavaliação e constituição das respectivas reservas; e (iv) outros documentos ou informações.¹⁵⁵

No que se refere às operações financeiras, as listas de auditoria contemplam a solicitação de documentos, com o objetivo de analisar, dentre outras questões, o grau de endividamento da empresa alvo, os termos de contratação dos empréstimos realizados, a relação das garantias concedidas pela sociedade e seus fundadores, dentre outros aspectos. De forma exemplificativa apresentamos, abaixo, alguns documentos ou informações regularmente solicitados para tal finalidade:

(i) com relação à Sociedade, lista das dívidas de curto e longo prazos e outras obrigações em vigor (excluindo dívidas com partes relacionadas (*intercompany*), incluindo dívidas representativas de empréstimos, financiamentos, aberturas de crédito, títulos de crédito, valores mobiliários representativos de dívida, operações de *sale and leaseback*, compras a prazo e garantias reais (hipoteca, anticrese, penhor, alienação fiduciária, cessão fiduciária, entre outros) ou pessoais (fiança ou aval) envolvendo a Sociedade relativas a obrigações próprias, obrigações de outras Sociedades do mesmo grupo ou obrigações de terceiros, indicando (a) devedor; (b) credor; (c) natureza da dívida; (d) data de desembolso; (e) data de vencimento; (f) valor original; (g) saldo devedor (com data-base do mais recente trimestre social encerrado); (h) taxa de juros; e (i) garantias; com relação à Sociedade, informar sobre a existência de qualquer inadimplemento com relação a qualquer obrigação, pecuniária ou não, e/ou de qualquer vencimento antecipado com relação a qualquer contrato, escritura, título ou outro instrumento financeiro do qual seja parte; informações sobre quaisquer operações financeiras que estejam sendo atualmente negociadas pela Sociedade; e outros documentos, contratos, acordos ou informações.¹⁵⁶

Em relação ao segmento de contratos comerciais, procura-se por meio da auditoria legal analisar o teor dos contratos firmados pela empresa alvo junto a seus principais clientes e fornecedores, de forma a verificar a existência de cláusulas que possam levar ao vencimento antecipado dos mesmos, bem como, a aplicação de eventual multa punitiva, que possa decorrer da recepção do investimento a ser realizado pelo investidor. Para tanto, as listas de auditoria legal usualmente apresentam as seguintes solicitações de documentos, à título exemplificativo:

¹⁵⁵ Elaboração própria.

¹⁵⁶ *Ibidem*.

(i) com relação à Sociedade, lista de todos os contratos em vigor celebrados com clientes, indicando (a) Sociedade fornecedora dos bens e/ou serviços; (b) cliente; (c) objeto; (d) data de início; (e) data de vencimento; (f) valor; e (g) qualquer outra informação considerada relevante; (ii) com relação à Sociedade, lista de todos os contratos em vigor celebrados com partes relacionadas, indicando (a) receptor dos bens e/ou serviços; (b) fornecedor; (c) objeto; (d) data de início; (e) data de vencimento; (f) valor; e (g) qualquer outra informação considerada relevante; (iii) cópia dos documentos, contratos e acordos (e respectivos aditamentos) em vigor celebrados pela Sociedade com qualquer de seus acionistas ou sócios; e (iv) outros documentos, contratos, acordos ou informações.¹⁵⁷

Por sua vez, no que tange ao segmento de seguros, são solicitados documentos tais como cópia das apólices de seguro contratadas pela empresa *target*; cópia dos comprovantes de pagamento dos prêmios das apólices; relação dos beneficiários das apólices contratadas pela sociedade, dentre outros.

Já o segmento de propriedade intelectual, dada sua importância no que se refere à operação da própria *startup*, é exaustivamente trabalhado nas listas de auditoria, visando verificar o grau de proteção conferido aos seus ativos intangíveis pela empresa *target* e os respectivos fundadores. Abaixo apresentamos exemplos de documentos e informações usualmente solicitadas neste sentido:

(i) fornecer lista atualizada de todas as marcas, nomes empresariais, direitos autorais, patentes, desenhos industriais ou outros direitos de propriedade intelectual ou industrial, registrados ou não perante os respectivos órgãos competentes, tais como o Instituto Nacional de Propriedade Industrial – INPI, a Biblioteca Nacional ou o Conselho Regional de Engenharia e Agronomia – CREA, ou qualquer entidade no exterior, de que a Sociedade seja titular; (ii) Lista de todas as marcas, nomes empresariais, direitos autorais, patentes, desenhos industriais ou outros direitos de propriedade intelectual ou industrial, registrados ou não perante os respectivos órgãos competentes, tais como o Instituto Nacional de Propriedade Industrial – INPI, a Biblioteca Nacional ou o Conselho Regional de Engenharia e Agronomia – CREA, ou qualquer entidade no exterior, de que a Sociedade tenha licença ou autorização de uso, indicando (a) Sociedade licenciada ou autorizada; (b) outorgante; (c) objeto; (d) prazo de vigência; (e) comprovante de registro da licença ou autorização no órgão competente, se aplicável; (f) existência de ônus, gravame, conflito ou litígio; e (g) qualquer outra informação considerada relevante; e (iii) outros documentos, contratos, acordos ou informações.¹⁵⁸

Em relação aos aspectos imobiliários, a auditoria legal tem por objeto verificar o status dos imóveis ocupados pela sociedade, o que compreende, dentre outros pontos, analisar os termos dos contratos de locação celebrados pela sociedade alvo, se os contratos de locação se

¹⁵⁷ Elaboração própria.

¹⁵⁸ *Ibidem*.

encontram devidamente registrados nas matrículas dos imóveis perante o registro de imóveis competente, se existe algum tipo de ônus sobre os imóveis ocupados, bem como, a regularidade dos documentos necessários para comprovar a regularidade dos imóveis ocupados pela sociedade perante as autoridades públicas.

Já a auditoria legal regulatória tem como propósito verificar se a sociedade possui todas as licenças necessárias para a realização de suas atividades, se as licenças se encontram vigentes, se a sociedade foi objeto de fiscalização, bem como a existência de notificações acerca de autos de infração lavrados em face da empresa alvo.

Relativamente ao segmento de normas anticorrupção, o objetivo da auditoria legal é identificar os colaboradores da empresa alvo que tenham qualquer tipo de relacionamento pessoal ou interação reiterada com pessoas que tenham participação, ou exerçam cargos em autoridades governamentais e/ou empresas públicas nacionais ou estrangeiras, ou em entidades controladas ou coligadas a autoridades governamentais e/ou empresas públicas nacionais ou estrangeiras. A título exemplificativo, abaixo se encontram documentos e informações solicitadas para a finalidade acima:

(i) lista de todos os funcionários, administradores, membros do conselho fiscal e membros de comitês, clientes, agentes, consultores representantes, fornecedores ou terceiros contratados, atuais ou que tenham ocupado tal posição nos últimos 5 (cinco) anos, que sejam, conforme o caso, (a) Pessoas Politicamente Expostas – PEP, na forma definida pela regulamentação do Banco Central do Brasil; (b) pessoas que estejam inscritas no CEAF – Cadastro de Expulsões da Administração Federal (servidores expulsos) (disponível para consulta pública em <http://transparencia.gov.br/expulsoes/>); e/ou (c) pessoas que tenham participação, ou exerçam cargos em autoridades governamentais e/ou empresas públicas nacionais ou estrangeiras, ou em entidades controladas ou coligadas a autoridades governamentais e/ou empresas públicas nacionais ou estrangeiras; (ii) com relação à Sociedade, informação sobre a inclusão no Cadastro Nacional de Empresas Inidôneas e Suspensas – CEIS (disponível para consulta pública em <http://transparencia.gov.br/ceis/Consulta.seam>), no Cadastro Nacional de Empresas Punidas – CNEP e/ou no Cadastro de Entidades Privadas e Sem Fins Lucrativos Impedidas CEPIM (disponível para consulta pública em <http://transparencia.gov.br/cepim/>), conforme o caso, bem como em outros cadastros similares nas esferas estaduais e/ou municipais; e (iii) informação sobre contribuições ou doações realizadas a campanhas eleitorais, partidos políticos candidatos ou ex-candidatos de partidos políticos e autoridades ou ex-autoridades governamentais (e/ou qualquer entidade controlada, apoiada ou patrocinada por tais pessoas, incluindo instituições ou fundações privadas).¹⁵⁹

Relativamente aos aspectos trabalhistas, busca-se por meio da auditoria legal (i)

¹⁵⁹ Elaboração própria.

identificar a regularidade do vínculo mantido entre a sociedade *target* e todos os seus colaboradores, por meio da análise dos contratos de trabalho, de prestação de serviços e outros instrumentos; (ii) atestar a correta aplicação da legislação em relação aos encargos e benefícios trabalhistas incidentes; (iii) cumprimento dos termos das convenções coletivas às quais a sociedade *target* se encontre incluída; dentre outros. De forma a comprovar a regularidade dos aspectos acima indicados, procura-se solicitar a apresentação dos seguintes documentos, sem limitação:

(i) cópia do modelo de contrato de trabalho regularmente adotado pela Sociedade, bem como quaisquer outros contratos ou acordos padrão, incluindo acordos para compensação de horas trabalhadas, acordos de prorrogação de jornada de trabalho, autorizações para descontos, e posteriores alterações; (ii) lista de todos os empregados da Sociedade, relacionados por Sociedade e por departamento/setor de atuação ou por faixa salarial, indicando (a) nome; (b) cargo; (c) data de admissão; (d) resumo da folha de pagamento (incluindo encargos e tributos aplicáveis); (e) se é ou não menor de 18 anos; (f) se é ou não de nacionalidade estrangeira; (g) se é ou não optante pelo regime do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – FGTS, se aplicável; e (h) se é ou não registrado; e (iii) lista de todos os contratos de prestação de serviços celebrados pela Sociedade com autônomos, empresas (terceirização), empresas de prestação de mão-de-obra temporária e cooperativas de trabalhadores, indicando (a) objeto do contrato; (b) quantidade de terceirizados utilizados; e (c) custo total despendido no último exercício social e no exercício social em curso;¹⁶⁰

No que concerne aos aspectos fiscais, a auditoria tem por objetivo apurar a situação fiscal da empresa *target*, buscando (i) levantar o montante relativo a tributos em aberto; (ii) identificar a existência de parcelamentos de tributos em andamento e montante envolvido; (iii) apurar a regularidade e embasamento para os créditos fiscais contabilizados pela sociedade *target* nas demonstrações financeiras apresentadas; (iv) obter informações quanto a eventuais ações de inexigibilidade de tributo promovidas pela sociedade, dentre outros pontos com base nas atividades praticadas pela empresa alvo. Neste contexto, podem ser solicitados os seguintes documentos/informações:

(i) lista dos tributos vencidos e não pagos pela Sociedade, indicando (a) Sociedade devedora; (b) credor; (c) tributo devido; (d) valor devido (com data-base do mais recente trimestre social encerrado); (e) valor da multa devida (com data-base do mais recente trimestre social encerrado); e (f) valor da correção monetária devida (com data-base do mais recente trimestre social encerrado); (ii) lista de todos os parcelamentos e anistias devidos sob parcelamentos de débitos fiscais e previdenciários federais, estaduais ou municipais da Sociedade, indicando (a) Sociedade devedora; (b) entidade

¹⁶⁰ Elaboração própria.

governamental credora; (c) natureza do parcelamento ou anistia; (d) data de início; (e) data de vencimento; (f) valor original; (g) saldo devedor (com data-base do mais recente trimestre social encerrado); (h) taxa de juros, se aplicável; e (i) garantias e depósitos, se aplicável; e (iii) com relação aos processos de polo ativo em que a Sociedade discuta a inexigibilidade de determinado tributo, esclarecer se, no caso de decisão favorável antes do trânsito em julgado, a Sociedade deixa de pagar o tributo discutido imediatamente e se é realizado depósito do valor envolvido em juízo. Na hipótese da Sociedade não recolherem determinado tributo em razão de discussão judicial, favor disponibilizar relatórios dos advogados responsáveis pelo acompanhamento e, se possível, estimativa do valor total dos tributos não recolhidos até a presente data.¹⁶¹

É também ao longo da auditoria legal que são levantados os processos administrativos e judiciais em curso promovidos por e em face da sociedade alvo. Tal apuração tem como propósito identificar a exposição da sociedade quanto a eventuais condenações que possam vir a afetar, no limite, a viabilidade da continuidade da sociedade, dependendo de seu estágio de desenvolvimento. Para viabilizar esse levantamento, os responsáveis pela auditoria solicitam, por exemplo, as seguintes informações e documentos:

Com relação à Sociedade, lista ou planilha atualizada de todos os litígios, incluindo processos ou procedimentos judiciais, administrativos, arbitrais ou de mediação, autos de infração, multas, investigações ou inquéritos, de qualquer natureza (exceto criminal), incluindo cível, trabalhista, fiscal, previdenciário, ambiental, direito econômico, direito concorrencial, mercado de capitais, mercado financeiro, dentre outros, em que a Sociedade figure no polo passivo, indicando, para cada um dos litígios, (a) parte do polo passivo; (b) parte do polo ativo; (c) número; (d) jurisdição, órgão governamental, tribunal arbitral ou entidade mediadora; (e) natureza; (f) objeto; (g) valor envolvido original (importante: não se trata do valor da causa, mas sim o valor envolvido ou pedido); (h) valor envolvido atualizado (com data-base do mais recente trimestre social encerrado) (importante: não se trata do valor da causa, mas sim o valor envolvido ou pedido atualizado); (i) valor atualizado (com data-base do mais recente trimestre social encerrado) e descrição de garantias; (j) valor atualizado (com data-base do mais recente trimestre social encerrado) e descrição de depósitos judiciais; (k) valor atualizado (com data-base do mais recente trimestre social encerrado) de provisões contábeis, bem como critério para sua constituição; (l) situação atual, incluindo menção a eventuais decisões emitidas e recursos interpostos; (m) probabilidade de perda (remota, possível ou provável); e (n) somatório da quantidade de litígios e de cada coluna que contenha valores;¹⁶²

Por fim, tem-se o segmento relativo às certidões em nome da sociedade alvo e seus fundadores. A solicitação das certidões tem como objetivo cruzar as informações refletidas nas

¹⁶¹ Elaboração própria.

¹⁶² *Ibidem*.

certidões com as informações disponibilizadas pela sociedade alvo, buscando apurar inconsistências ou fatos que não foram reportados nas informações previamente encaminhadas.

Dentre as certidões solicitadas, podemos indicar:

(i) certidão de Débitos Relativos a Créditos Tributários Federais e à Dívida Ativa da União, emitida pela Secretaria da Receita Federal do Brasil e pela Procuradoria Geral da Fazenda Nacional; (ii) certidão de Tributos Estaduais inscritos e não inscritos em dívida ativa, emitida pela Secretaria Estadual de Fazenda e/ou pela Procuradoria do Estado; (iii) certidão de Tributos Mobiliários Municipais inscritos e não inscritos em dívida ativa, emitida pela Secretaria Municipal de Finanças e/ou Procuradoria Municipal; (iv) certidão dos Cartórios de Protestos na comarca da sede; (v) certidão dos distribuidores de processos cíveis da Justiça Estadual na comarca da sede da empresa alvo e de suas filiais; (vi) certidão dos distribuidores de processos fazendários e executivos fiscais da Justiça Estadual e Federal; (vii) certidão dos distribuidores de falências e processos de recuperação da Justiça Estadual na comarca da sede da empresa alvo e suas filiais; (viii) certidão dos distribuidores de processos cíveis e execuções fiscais da Justiça Federal na comarca da sede e das filiais e dos principais locais onde são exercidas suas atividades; (ix) certidão de distribuição da Justiça do Trabalho na comarca da sede e das filiais e dos principais locais onde são exercidas suas atividades; (x) certidão do Ministério Público do Trabalho/Procuradoria Regional do Trabalho; (xi) certidão de Autos de Infração, emitido pela Delegacia Regional do Trabalho/Superintendência Regional do Trabalho na comarca da sede e das filiais; e (xii) Certidão dos distribuidores criminais e de execuções criminais na comarca da sede da empresa alvo e suas filiais.¹⁶³

Uma vez finalizado o processo de auditoria legal e não tendo o investidor constatado um evento relevante que seja impeditivo do prosseguimento das negociações, inicia-se a fase de negociação do tipo de contrato que formalizará o investimento a ser realizado, o que será tratado no capítulo a seguir.

¹⁶³ Elaboração própria.

6. INVESTIMENTOS EM PROJETOS DE DEFI

6.1. Tecnologia *De-Fi*

Anteriormente à abordagem do objeto do presente trabalho, é primaz trazer o conceito da tecnologia *DE-FI* e suas aplicações sob o ponto de vista da criação e desenvolvimento de negócios atuantes no segmento de finanças descentralizadas.

A tecnologia *DE-FI* surgiu após o lançamento da rede Ethereum, o qual foi idealizada em 2013 por Vitalik Buterin, tendo como projeto inicial a *MakerDAO*, plataforma descentralizada de empréstimos desenvolvida por Rune Christensen no final de 2014, a qual foi uma das primeiras aplicações a rodar dentro do ambiente Ethereum.

Para melhor compreendermos o universo explorado pelas empresas atuantes com tecnologia *DE-FI*, primeiramente faz-se necessário trazer o conceito de tal tecnologia e seu impacto no mercado. *De-Fi* é a abreviação para o termo em inglês *decentralized finance*, que pode ser traduzido para finanças descentralizadas.

Podemos conceituar a tecnologia *DE-FI* como:

Conjunto de serviços e produtos financeiros, como empréstimos, transferências e sistemas de pagamentos, que rodam em uma *blockchain*, espécie de banco de dados descentralizado e imutável. Via de regra, essas soluções não são controladas por intermediários, como bancos ou outras instituições financeiras.¹⁶⁴

Outra definição relativa a *DE-FI* considera o mesmo como:

[...] um novo modelo de ecossistema financeiro digital, tokenizado e de código aberto, que funciona sem intermediação de instituições financeiras e possibilita que atores, pessoas ou empresas, desconhecidos estabeleçam relacionamentos financeiros entre si, confiando no código de programação (*smart contract*) que gerencia e executa os contratos e suas condições.¹⁶⁵

¹⁶⁴INFOMONEY. **O que é DeFi? Entenda o protocolo que visa descentralizar serviços financeiros:** defi é uma tendência (que já se tornou realidade) no mercado de criptomoedas. reunimos aqui tudo o que você precisa saber sobre como ele funciona e o que já é possível fazer. DeFi é uma tendência (que já se tornou realidade) no mercado de criptomoedas. Reunimos aqui tudo o que você precisa saber sobre como ele funciona e o que já é possível fazer. 2022. Disponível em:

<https://www.infomoney.com.br/guias/defi/#:~:text=DeFi%20%C3%A9%20o%20nome%20dado,de%20dados%20descentralizado%20e%20imut%C3%A1vel..> Acesso em: 29 jun. 2023.

¹⁶⁵ACCENTURE. **DeFi:** como as finanças descentralizadas podem transformar o mercado financeiro. Como as finanças descentralizadas podem transformar o mercado financeiro. Disponível em: <https://www.accenture.com/content/dam/accenture/final/a-com-migration/r3-3/pdf/pdf-179/accenture-decentralized-finance.pdf#zoom=40>. Acesso em: 29 jun. 2023.

6.2. *Tokens e Smart Contracts*

Como elemento essencial para a formalização de uma transação por meio de tecnologia *DE-FI*, os *tokens* podem ser definidos como uma “representação de valor ou direito contratual, protegido por criptografia, mantido em sistema de registro distribuído e passível de custódia, transferência e negociação em meio eletrônico”.¹⁶⁶

Dentre os exemplos de ativos que podem ser tokenizados temos moedas correntes, ações, títulos públicos, carros, imóveis, direitos e obrigações, *commodities*, dentre outros.

O processo de transformação de ativos “físicos” em ativos digitais depende da aplicação da tecnologia de registro compartilhado, ou amplamente conhecida como “DLT”, cuja forma mais conhecida é o blockchain.

Pode-se conceituar blockchain como:

Um encadeamento de informações criptografadas (blocos), armazenadas nos nós da rede, criando um ‘livro-razão distribuído’. Cada um dos blocos dessa cadeia é conectado ao anterior, armazenando as transações que a rede de nós validou previamente. Diferentemente do sistema tradicional de armazenamento, constituído de apenas um arquivo central, que, se corrompido, compromete os demais, no registro descentralizado há a garantia de veracidade das informações gravadas em todas as cópias digitais disponíveis na rede. Essa tecnologia possibilita que valores mobiliários, *commodities* e ativos quaisquer (financeiros e não financeiros) sejam convertidos em ativos digitais criptografados, registrados e transacionados em uma rede descentralizada. No caso dos ativos não financeiros, e que atualmente não são negociáveis em estrutura de mercado organizado, a tokenização abre um leque de oportunidades para o desenvolvimento de novos mercados e modelos de negócio.¹⁶⁷

A comercialização dos tokens na plataforma *blockchain* é efetiva por meio de *smart contracts*. Os *smart contracts*:

[...] constituem programas armazenados em uma rede *blockchain* cuja execução se dá quando condições predeterminadas são atendidas. Normalmente, servem para automatizar e assegurar a execução de acordos sem a necessidade de intermediários, o que evita riscos (contraparte, liquidação).¹⁶⁸

¹⁶⁶AMBIMA INOVAÇÃO. **Tokenização de Ativos:** conceitos iniciais e experimentos em curso. Conceitos iniciais e experimentos em curso. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/02/30/82/CB/68001810C27A8F08882BA2A8/Tokenizacao%20de%20ativos.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2023.

¹⁶⁷*Ibidem*.

¹⁶⁸AMBIMA INOVAÇÃO. **Tokenização de Ativos:** conceitos iniciais e experimentos em curso. Conceitos iniciais e experimentos em curso. Disponível em:

De forma a representar o disposto acima, podemos recorrer ao seguinte exemplo:

Um indivíduo pode pegar dinheiro com outra pessoa em uma negociação *peer-to-peer*. A forma de transferência, os valores, os juros, a garantia e todos os pormenores são previamente definidos nesses contratos automatizados, e colocados em prática por eles. Não há necessidade de recorrer a um banco ou outra entidade, com suas taxas salgadas, para intermediar a operação.¹⁶⁹

6.3. Tokens e Suas Modalidades

De acordo com o ativo representado pelo token emitido, os mesmos podem ser classificados da seguinte forma:

(i) *utility tokens*: permitem o acesso a determinados produtos ou serviços oferecidos em uma plataforma blockchain (ex.: Ether); (ii) *security tokens* (tokens mobiliários): fornecem direitos, por exemplo, direitos de propriedade e/ou direitos semelhantes ao recebimento de dividendos. No último caso, são caracterizados como veículos de investimento e, conseqüentemente, regidos pelas leis e regulamentações aplicáveis a valores mobiliários; (iii) *tokens* de pagamento: são meios de pagamento para aquisição de bens ou serviços ou como meio de transferência de dinheiro ou valor (ex.: bitcoin, ou moedas digitais de bancos centrais emitidas em blockchain); (iv) *non-fungible tokens* (*tokens* não fungíveis): constituem unidades de dados únicas e não substituíveis, armazenadas em uma rede descentralizada, normalmente utilizados para registro e representação de objetos colecionáveis, de jogos eletrônicos, música e arte em geral; (v) *stablecoins*: criptoativos (meios de pagamento digitais e privados) que buscam combater a volatilidade de preço por meio do lastro em ativos estáveis, usualmente moedas fiduciárias, refletindo a preferência dos participantes do mercado em realizar transações de pagamentos em moedas soberanas.¹⁷⁰

<https://www.anbima.com.br/data/files/02/30/82/CB/68001810C27A8F08882BA2A8/Tokenizacao%20de%20ativos.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2023.

¹⁶⁹ INFOMONEY. **O que é DeFi? Entenda o protocolo que visa descentralizar serviços financeiros**: defi é uma tendência (que já se tornou realidade) no mercado de criptomoedas. reunimos aqui tudo o que você precisa saber sobre como ele funciona e o que já é possível fazer. DeFi é uma tendência (que já se tornou realidade) no mercado de criptomoedas. Reunimos aqui tudo o que você precisa saber sobre como ele funciona e o que já é possível fazer. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/guias/defi/#:~:text=DeFi%20%C3%A9%20o%20nome%20dado,de%20dados%20descentralizado%20e%20imut%C3%A1vel..> Acesso em: 29 jun. 2023.

¹⁷⁰ ANBIMA INOVAÇÃO. **Tokenização de Ativos**: conceitos iniciais e experimentos em curso. Conceitos iniciais e experimentos em curso. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/02/30/82/CB/68001810C27A8F08882BA2A8/Tokenizacao%20de%20ativos.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2023.

A Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), de forma a consolidar seu entendimento no que tange aos criptoativos e sua caracterização (ou não) como valor mobiliário, emitiu o Parecer Orientação nº 40, de 11 de outubro de 2022, o qual traz, dentre suas disposições, a definição do que seriam os *tokens* de pagamento, *tokens* de utilidade e *tokens* referenciados a ativos.

De acordo com a CVM, os tokens de pagamento (*cryptocurrency* ou *payment token*) buscam “replicar as funções de moeda, notadamente de unidade de conta, meio de troca e reserva de valor”.¹⁷¹

Já em relação aos *tokens* de utilidade (*utility token*), a CVM os define como aqueles utilizados “para adquirir ou acessar determinados produtos ou serviços”.¹⁷²

Por fim, o Parecer Orientação nº 40 também apresenta o conceito para os *tokens* referenciado a ativos (ou *asset-backed token*), os quais podem representar um ou mais ativos, sejam eles tangíveis ou intangíveis. Na definição apresentada, são exemplos de *asset-backed token* “os “*security tokens*”, as “*stablecoins*”, os “*non-fungible tokens* - NFTs” e os demais ativos que são objeto de operações de “tokenização”.

Temos, ainda, as chamadas *central bank digital currencies* (“CBDC”), que consiste em:

Instrumento de pagamento digital emitido pelo Banco Central, em sua respectiva unidade de conta. Em linhas gerais, o objetivo das CBDC é complementar o sistema de pagamentos com uma moeda digital que possui a vantagem de ser passivo direto perto do Banco Central. Cabe aos bancos centrais a escolha entre desenvolver uma moeda digital destinada às transações de varejo e disponível ao para o público em geral, semelhante ao papel-moeda, ou uma moeda digital restrita às transações de atacado entre instituições financeiras - como atuais reservas bancárias. Não há um modelo único de CBDC, as opções variam desde o público (atacado ou varejo) até a tecnologia utilizada para sua emissão (emissão centralizada ou DLT). Os diversos designs são testados conforme os objetivos do Banco Central (promover inclusão financeira, melhorar sistema de pagamentos nacional ou internacional etc.).¹⁷³

Uma vez introduzidos o conceito e as características do mercado de *DE-FI*, passa-se a

¹⁷¹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **PARECER DE ORIENTAÇÃO CVM nº 40:** os criptoativos e o mercado de valores mobiliários. Brasília: Comissão de Valores Mobiliários, 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/pareceres-orientacao/anexos/Pare040.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2023.

¹⁷² *Ibidem*.

¹⁷³AMBIMA INOVAÇÃO. **Tokenização de Ativos:** conceitos iniciais e experimentos em curso. Conceitos iniciais e experimentos em curso. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/02/30/82/CB/68001810C27A8F08882BA2A8/Tokenizacao%20de%20ativos.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2023.

tratar das etapas integrantes do processo de investimento das empresas atuantes no segmento de finanças descentralizadas, bem como, dos elementos integrantes dos documentos a ele relacionados.

6.4. Estruturas Contratuais de Investimento

Conforme ressaltado no item anterior, dependendo do grau de maturação do negócio de *DeFi* desenvolvido pela *startup* candidata para receber o investimento, os fundadores podem se deparar com três cenários de estruturas contratuais distintas.

Em uma *startup* em seu estágio inicial de desenvolvimento de seu modelo de negócio de *DeFi*, sem que a mesma ainda tenha sido formalmente constituída, a estrutura contratual mais favorável é composta por meio da celebração de um *SAFE* (ou *simple agreement for future equity*), juntamente com um *token warrant*.

Em um segundo estágio, já com a *startup* formalmente constituída e já finalizada a estrutura do *white paper* (documento no qual são apresentadas as características da oferta e das funcionalidades do *token* a ser emitido), o tipo contratual mais adequado seria a celebração de um *SAFT* (ou *simple agreement for future tokens*).

No terceiro estágio, no qual a oferta de *tokens* já foi finalizada e os mesmos já estão sendo comercializados entre seus titulares, os investidores realizam seus aportes por meio da celebração de um instrumento particular de compra e venda de *token* (ou *private token sale agreement*), também conhecido pela sigla *TSA*.

6.5. Estrutura *Safe + Token Warrant*

O *SAFE* foi introduzido pela *startup Y Combinator* em 2013, com o objetivo de regular aportes de pequena monta em empreendimentos, sem que o investidor assumisse qualquer risco relacionado ao negócio em si. Na época de seu surgimento, não havia investimentos de grande monta em *startups*, de forma que tal instrumento veio a se tornar padrão em operações de investimento para startups em estágio inicial.

No aspecto prático, o contrato de *SAFE* visa regular a maneira no qual os recursos serão disponibilizados pelo investidor à *startup*, as hipóteses de seu vencimento, os critérios para a conversão do montante disponibilizado em participação societária, os procedimentos para sua conversão, os direitos do investidor quando da ocorrência de rodadas futuras de investimento,

bem como, das consequências para o investidor na ocorrência de um evento de liquidez.

De forma a exemplificar como regular a forma de disponibilização dos recursos, apresentamos, abaixo, o seguinte exemplo de cláusula contratual:

Mútuo. Por meio deste Contrato, o Investidor concede à Sociedade o Mútuo, a ser disponibilizado pelo Investidor em parcela única, a ser devida na data de assinatura deste Contrato. O valor do Mútuo representa o valor total bruto, sujeito a eventuais retenções de tributos. Emprego dos Recursos. Os Sócios acordam que os recursos decorrentes do Mútuo serão utilizados pela Sociedade para o custeio de suas operações e implementação do plano de negócios da Sociedade.¹⁷⁴

Para dispor acerca das hipóteses de vencimento antecipado do *SAFE* e repagamento da quantia disponibilizada, podemos recorrer ao exemplo abaixo de cláusula contratual:

Vencimento. As obrigações decorrentes deste Instrumento serão consideradas integralmente vencidas (“Hipóteses de Vencimento”): a) na Data de Vencimento; b) caso os Sócios decidam, a qualquer tempo, realizar a transformação da Sociedade em uma sociedade por ações; c) em caso de inadimplemento de qualquer das obrigações assumidas pela Sociedade e/ou pelos Sócios neste Contrato, sem prejuízo do Investidor ser indenizado por quaisquer perdas e danos decorrentes da violação dessas obrigações; d) em caso de falsidade, incorreção ou insuficiência de qualquer declaração prestada pela Sociedade e/ou pelos Sócios neste Contrato, sem prejuízo do Investidor ser indenizado por quaisquer perdas e danos decorrentes de falsidade, incorreção ou insuficiência de quaisquer dessas declarações; e e) na hipótese de um Evento de Liquidez. Verificadas quaisquer das Hipóteses de Vencimento, a Sociedade deverá, dentro de [=] ([=]) dias contados do recebimento de uma notificação de vencimento pelo Investidor, pagar a totalidade do Mútuo, atualizado pelo IGPM/FGV ou índice que venha a substituí-lo, desde a data de assinatura deste Instrumento até a data de efetivo pagamento (“Pagamento”). Na hipótese de atraso no pagamento de qualquer quantia devida no âmbito do Mútuo, a Sociedade ficará sujeita ao pagamento de (a) juros de mora de [=]% ([=]) ao mês, aplicados sobre o saldo do valor devido em atraso do Mútuo, a cada dia corrido, de forma simples, com base em um mês de [=] ([=]) dias, desde a data do vencimento até a data do efetivo pagamento das obrigações em mora; e (b) multa de [=]% ([=]) sobre o saldo do valor devido em atraso, a qual será incorporada ao saldo devedor a partir da data do não pagamento de qualquer quantia. Vedação a Pagamento Antecipado. Em nenhuma hipótese será admitido o pagamento antecipado do Mútuo pela Sociedade. Vencimento em decorrência do término da Sociedade. Na hipótese de (i) pedido de falência ou autofalência, decretação de falência, pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, ou, ainda, qualquer procedimento judicial análogo, ou (ii) dissolução e/ou liquidação da Sociedade (um “Evento de Término da Sociedade”) até a Data de Vencimento, a Sociedade deverá realizar o Pagamento ao Investidor, com a maior prioridade permita pela legislação em relação a outros créditos que a

¹⁷⁴ BAPTISTA LUZ ADVOGADOS. **SAFE Brasil – Mútuo Conversível**. Modelo de mútuo conversível. Disponível em: <https://baptistaluz.com.br/espacostartup/safe-brasil-mutuo-conversivel>. Acesso em: 23 fev. 2023.

Sociedade possa ter na data do Evento de Término da Sociedade. Na hipótese de, imediatamente após o Evento de Término da Sociedade, a Sociedade não tiver ativos suficientes para realizar o Pagamento, a totalidade dos ativos restantes da Sociedade deverão ser liquidados para pagamento ao Investidor, antes de qualquer distribuição aos Sócios.¹⁷⁵

Por sua vez, o direito de conversão da quantia disponibilizada em participação societária poderá ser regulado conforme exemplo abaixo:

Conversão em Participação Societária. Alternativamente ao recebimento dos valores do Mútuo e a único e exclusivo critério do Investidor, as Partes acordam que, na ocorrência de quaisquer das Hipóteses de Vencimento, os Investidores terão o direito, mas não a obrigação, de, a seu exclusivo critério, converter o valor integral do Mútuo em participação societária na Sociedade, equivalente ao Percentual de Referência do capital social da Sociedade (“Conversão do Mútuo” ou simplesmente “Conversão”). O percentual previsto acima não será aplicável em caso de Conversão do Mútuo em decorrência de em Evento Liquidez, hipótese em que as disposições da Cláusula Quinta serão aplicáveis. Antes da realização da Conversão do Mútuo pelo Investidor, a entrada de novos investidores na Sociedade ou qualquer outro investimento na Sociedade a ser realizado pelos próprios Sócios, por meio de aumento de capital na Sociedade e/ou por meio de adiantamentos para futuro aumento de capital, mútuos conversíveis em participação societária, contratos de participação em investimento-anjo, opções de compra, bônus de subscrição ou instrumentos análogos, não deverá, em hipótese alguma, reduzir o Percentual de Referência a que o Investidor possui direito caso opte pela Conversão, salvo na hipótese desses investimentos constituírem um Evento de Liquidez. Obrigação Alternativa. As Partes reconhecem e declaram, para todos os fins de direito, que a escolha entre receber o pagamento do Mútuo e realizar a Conversão do Mútuo consubstancia-se em obrigação alternativa de escolha a único e exclusivo critério do Investidor, na forma dos artigos 252 e seguintes do Código Civil.¹⁷⁶

Adicionalmente, os procedimentos a serem adotados pelas partes envolvidas, quando da ocorrência de um evento de conversão, podem ser exemplificados conforme cláusula contratual abaixo:

(i) Transformação em Sociedade Anônima. Caso o Investidor opte pela Conversão do Mútuo na forma das Cláusula Quarta e Quinta supra, os Sócios deverão transformar a Sociedade em sociedade por ações e aprovar a emissão de novas ações ordinárias da Sociedade, que serão subscritas e totalmente integralizadas pelos Investidores mediante a capitalização do Mútuo. (ii) Notificação de Conversão. Para o exercício de seu direito de Conversão do Mútuo, o Investidor deverá notificar a Sociedade e os Sócios com, pelo menos, [=] ([=]) dias de antecedência à Data de Vencimento (“Notificação de

¹⁷⁵ BAPTISTA LUZ ADVOGADOS. **SAFE Brasil – Mútuo Conversível**. Modelo de mútuo conversível. Disponível em: <https://baptistaluz.com.br/espacostartup/safe-brasil-mutuo-conversivel>. Acesso em: 23 fev. 2023.

¹⁷⁶ *Ibidem*.

Conversão”). No prazo de [=] ([=]) dias contados do recebimento da Notificação de Conversão, os Sócios deverão realizar assembleia geral de transformação da Sociedade em sociedade anônima (“Assembleia de Transformação”) e/ou praticar todo e qualquer outro ato necessário para a transformação da Sociedade em sociedade anônima e a subsequente capitalização do valor do Mútuo mediante a emissão das novas ações da Sociedade a serem subscritas pelo Investidor, bem como providenciar o registro das atas respectivas na Junta Comercial competente e sua posterior publicação, na forma da lei. (iii) Quitação. Em caso de exercício, pelos Investidores, de seu direito de Conversão do Mútuo, a quitação do Mútuo dar-se-á com o regular cumprimento, pelos Sócios, das obrigações tratadas nesta Cláusula. Para fins de clareza, após o tempestivo recebimento da Notificação de Conversão pela Sociedade e pelos Sócios, eventual pagamento do Mútuo pela Sociedade não outorgará quitação à Sociedade ou aos Sócios. (iv) Renúncia ao Direito de Preferência. Os Sócios desde já renunciam a todo e qualquer direito de preferência na subscrição de ações de que sejam ou venham a ser titulares por disposição de lei ou regulamento ou a qualquer outro título, anuindo integral e expressamente com a subscrição das novas ações pelos Investidores, conforme prevista no presente Instrumento. (v) Assinatura de Documentos e Mandato. As Partes se comprometem e obrigam-se, em caráter irretratável e irrevogável, a firmar quaisquer outros documentos e praticar quaisquer outros atos necessários para formalizar o exercício dos direitos previstos neste Instrumento. Para o cumprimento dos procedimentos previstos na Conversão, cada um dos Sócios e a Sociedade neste ato outorgam ao Investidor, de forma irrevogável e irretratável, nos termos do artigo 685 do Código Civil, mandato em causa própria, com amplos poderes para que o Investidor possa, em nome da Sociedade e dos Sócios, praticar todos os atos e firmar todos os instrumentos que sejam ou se tornem necessários para a transformação da Sociedade em sociedade anônima e para a subscrição de sua Participação-Alvo.¹⁷⁷

De forma a tratar acerca dos direitos do investidor em relação a rodadas futuras, podemos exemplificar os mesmos conforme a cláusula contratual abaixo citada:

Futuras Rodadas. As Partes reconhecem que nada no presente Instrumento impede que a Sociedade e os Sócios possam buscar novos investidores para a Sociedade, desde que observado o seguinte: (a) a celebração, pelos Sócios ou pela Sociedade, de quaisquer contratos ou acordos, orais ou escritos, que tenham por objeto a emissão, alienação ou transferência, a qualquer título, de quotas ou ações da Sociedade, ou a outorga de quaisquer opções de compra, direitos de subscrição ou direitos similares ou, ainda, qualquer forma de transferência de direitos de sócio a terceiros estará condicionada à anuência dos respectivos terceiros aos termos e condições do presente Contrato, de modo que tais terceiros concordem com e ratifiquem, expressamente, o aqui ajustado entre as Partes; (b) a Sociedade e os Sócios, solidariamente, deverão garantir que futuros sócios da Sociedade irão renunciar, por escrito, a todo e qualquer direito de preferência na subscrição de ações de que sejam ou venham a ser titulares por disposição de lei ou regulamento ou a qualquer outro título, anuindo integral e expressamente com a subscrição das ações

¹⁷⁷ BAPTISTA LUZ ADVOGADOS. **SAFE Brasil – Mútuo Conversível**. Modelo de mútuo conversível. Disponível em: <https://baptistaluz.com.br/espacostartup/safe-brasil-mutuo-conversivel>. Acesso em: 23 fev. 2023.

decorrentes da Conversão do Mútuo pelo Investidor, conforme prevista no presente Instrumento; e (c) salvo em caso de autorização expressa e por escrito do Investidor, nenhum termo, condição ou encargo assumido pela Sociedade e/ou Sócios no contexto de novos investimentos na Sociedade deverão restringir ou impedir o cumprimento das obrigações previstas neste Contrato. Em caso de divergência ou conflito entre o disposto neste Instrumento e em qualquer instrumento particular firmado entre os Sócios e a Sociedade ou, entre os Sócios, a Sociedade e terceiros, o disposto neste Instrumento deverá prevalecer.¹⁷⁸

Por fim, as disposições relativas aos direitos do investidor em caso de um evento de liquidez, podem ser resumidas de acordo com o exemplo abaixo:

Evento de Liquidez. Para os fins deste Contrato, será considerado um “Evento de Liquidez”: (i) a realização de investimento, por meio de aumento de capital na Sociedade, adiantamento para futuro aumento de capital, mútuos conversíveis em participação societária, opções de compra, aporte especial de investidor-anjo, bônus de subscrição ou instrumentos análogos, que resulte ou que possa resultar em investimento no capital social da Sociedade, em uma ou mais transações, em montante igual ou superior ao Piso do Evento de Liquidez; e (ii) a venda ou alienação, em uma ou em série de operações correlatas, da totalidade dos negócios e ativos da Sociedade, ou de quotas ou ações da Sociedade representativas do Controle da Sociedade; para fins desta Cláusula, será considerado “Controle” (a) a titularidade, direta ou indireta, de mais de 50% (cinquenta por cento) das participações societárias com direito a voto e o uso efetivo do poder de orientar ou causar a orientação da administração ou políticas da Sociedade; ou (b) o poder de nomear a maioria dos administradores da Sociedade, seja por meio da participação societária, por meio de contrato ou de qualquer outra forma; ou (c) o direito de indicação e/ou eleição da maioria dos membros da administração da Sociedade.

Critérios de cálculo de participação. Em caso de Conversão por conta de um Evento de Liquidez, a representatividade do Mútuo no capital social da Sociedade será estabelecida pelas Partes com base na verificação, ou não, de uma Proposta Firme de Terceiro, em conformidade com os critérios e definições expostos nesta Cláusula.

Notificação sobre Proposta Firme de Terceiro. A Sociedade e os Sócios comprometem-se a notificar o Investidor no prazo de [=] ([=]) dias contados do recebimento da Proposta Firme de Terceiro, informando sobre todos os termos e condições da Proposta Firme de Terceiro (“Notificação sobre Proposta Firme de Terceiro”). A Sociedade e os Sócios obrigam-se, ainda, a dar ciência ao Terceiro interessado, previamente ao recebimento da Proposta Firme de Terceiro, sobre os termos de condições deste Instrumento.

Opção pelo Pagamento ou Conversão. O direito de Conversão será garantido ao Investidor previamente à realização do Evento de Liquidez, ou à celebração de qualquer instrumento que vincule os Sócios ou a Sociedade à realização de um Evento de Liquidez. No prazo de [=] ([=]) dias contados do recebimento da Notificação sobre Proposta Firme de Terceiro, o Investidor deverá, necessariamente, optar entre (a) exigir o Pagamento, conforme as disposições da Cláusula Segunda; ou (b) realizar imediatamente a Conversão, necessariamente antes da realização do Evento de Liquidez, observando-se o

¹⁷⁸ BAPTISTA LUZ ADVOGADOS. **SAFE Brasil – Mútuo Conversível**. Modelo de mútuo conversível. Disponível em: <https://baptistaluz.com.br/espacostartup/safe-brasil-mutuo-conversivel>. Acesso em: 23 fev. 2023.

disposto nesta Cláusula Quinta. Superado o prazo de [=] ([=]) dias sem que tenha havido manifestação do Investidor, a Sociedade deverá realizar o Pagamento, quitando de forma integral as obrigações previstas neste Instrumento em relação ao Investidor e ficando os Sócios e a Sociedade livres para negociar com o Terceiro, nos termos da Proposta Firme de Terceiro.

Em Nenhuma hipótese a negociação com o Terceiro poderá ser consumada antes do decurso do prazo de [=] ([=]) dias previsto nesta Cláusula ou, caso o Investidor opte pela Conversão, antes da conclusão da Conversão. Qualquer Evento de Liquidez em violação a esta Cláusula será considerado nulo e ineficaz para todos os efeitos legais.

Método de Cálculo. A Conversão em caso de Evento de Liquidez, mediante a capitalização do valor do Mútuo, obedecerá ao método de cálculo do valor das novas quotas ou ações (“Método de Cálculo”) descrito a seguir (“Participação-Alvo”):

(a) A Participação-Alvo será equivalente ao valor do Mútuo dividido pelo Valor de Empresa atribuído à Sociedade pelo Terceiro (“Valuation de Terceiro”), sobre o qual será aplicado o Desconto, da seguinte forma:

$$\text{Participação Alvo} = \frac{\text{Valor do Mútuo}}{\text{Valuation de Terceiro} * (1 - \text{Desconto})}$$

(b) Fica desde já acordado que o Valuation de Terceiro para fins do cálculo da Participação-Alvo será limitado ao Cap do Valuation para Conversão. O Cap do Valuation para Conversão será utilizado também para os casos onde o Terceiro que realizar a Proposta Firme de Terceiro não apresentar um Valor de Empresa e tal Valor deva ser determinado pelas Partes.¹⁷⁹

Como pode-se notar, a estrutura desenvolvida visa proporcionar ao investidor segurança em relação ao investimento a ser realizado, sem assumir qualquer tipo de risco no que tange à atividade a ser desenvolvida pela *startup*. Adicionalmente, as disposições relativas ao direito de liquidez permitem que o investidor possa preservar sua participação em caso de realização de uma nova rodada de investimentos pelos *founders*.

Qual seria, então, a necessidade de celebração de um *token warrant*, tendo em vista os elementos de proteção já previstos no contrato de *SAFE*? O *token warrant* visa garantir que o investidor tenha o direito (mas não a obrigação) de adquirir *tokens* a serem emitidos pela *startup*, mediante aplicação de uma taxa de desconto, de acordo com o percentual de sua participação no capital social da *startup* na época da emissão dos *tokens*.

¹⁷⁹ BAPTISTA LUZ ADVOGADOS. **SAFE Brasil – Mútuo Conversível**. Modelo de mútuo conversível. Disponível em: <https://baptistaluz.com.br/espacostartup/safe-brasil-mutuo-conversivel>. Acesso em: 23 fev. 2023.

6.6. Estrutura SAFT

Conforme ressaltado anteriormente, quando a *startup* já se encontra formalmente constituída, bem como, finalizada a estrutura do *white paper* (documento no qual são apresentadas as características da oferta e das funcionalidades do *token* a ser emitido), a melhor estrutura de investimento seria por meio da celebração de um SAFT.

A estrutura de um SAFT visa regular os direitos do investidor quando a ocorrência do evento de emissão dos *tokens* pela *startup*. Para tanto, são estabelecidas as obrigações que devem ser cumpridas pelo investidor no momento da assinatura do SAFT, bem como, previamente ao evento de emissão dos *tokens* pela *startup*.

Um contrato de SAFT pode ser estruturado mediante aplicação das seguintes cláusulas, sem limitação: (i) objeto do SAFT; (ii) condições para recebimento dos *tokens* quando de sua emissão pela *startup*; (iii) fórmula de cálculo para apurar o montante de *tokens* a serem recebidos pelo investidor; (iv) forma de pagamento do preço de aquisição; (v) informações para entrega dos *tokens* ao investidor; (vi) restrições ao direito de receber os *tokens*; (vii) evento de dissolução, liquidação ou extinção da empresa emissora; (viii) término do SAFT sem a ocorrência da emissão dos *tokens* pela *startup*; dentre outras disposições, conforme aplicável.

Abaixo, traremos exemplos de cláusulas contratuais que podem ser aplicadas para endereçar alguns dos pontos acima.

A cláusula de objeto do SAFT deve contemplar, dentre outras disposições, (i) o valor do investimento a ser realizado pelo comprador; (ii) valor de pré-venda por *token*; (iii) índice de desconto aplicável sobre o valor de pré-venda (quando aplicável); (iv) vigência do SAFT; (v) plataforma de *blockchain* na qual os *tokens* serão emitidos; e (vi) plataforma na qual os *smartcontracts* serão registrados.

Já a estrutura da cláusula que trata acerca das condições para recebimento dos *tokens*, pode ser elaborada com base no exemplo abaixo:

Evento de Geração de Token. Se houver um evento de geração de token antes do vencimento ou término deste SAFT, o protocolo da rede emitirá automaticamente ao Comprador o montante de tokens cabível ao mesmo. Isso está condicionado ao Comprador: (i) ao assinar o SAFT, efetuar o pagamento do preço de aquisição; (ii) ao assinar o SAFT, ter como resultado satisfatório quaisquer verificações de conformidade com a legislação financeira e AML / KYC, incluindo, se aplicável, prova da fonte de fundos utilizada para efetuar o pagamento do preço de aquisição; (iii) antes do Evento de Geração de Token, fornecer à sociedade uma chave pública (endereço); e / ou (iv) antes do Evento de Geração de Token, fornecer uma prova de que o Comprador é

uma categoria especial de investidores, conforme definido abaixo, com este status de categoria especial sendo verificado com sucesso pela Empresa.¹⁸⁰
(Tradução nossa)

Como forma de estabelecer o cálculo do montante de tokens a serem recebidos, bem como, a forma de pagamento, podemos adotar o seguinte exemplo:

- (i) Montante de Tokens. Para evitar dúvidas, a quantidade de tokens a ser destinada ao Comprador será igual ao maior valor entre os seguintes: (a) Preço de Aquisição / Valor de Pré-Venda por Token; ou (b) Preço de Aquisição / Valor de Pré-Venda por Token considerando a Taxa de Desconto.
- (ii) Forma de Pagamento. O pagamento da Porção dos Tokens da Rede do Comprador incorridos para o exercício do SAFT deverá ser feito via método de pagamento indicado acima, não mais do que em [10/15/...] dias úteis após a assinatura do SAFT. A Empresa fornecerá ao Comprador todas as informações necessárias para efetuar o pagamento. A Empresa terá o direito de solicitar ao Comprador uma prova da fonte de fundos utilizada para efetuar o pagamento do Valor da Compra; os requisitos para a forma e o conteúdo de tal prova serão comunicados pela Empresa ao Comprador por escrito.¹⁸¹
(tradução nossa)

Já os procedimentos para entrega dos tokens ao investidor poderão ser regulados conforme proposta de cláusula abaixo:

Entrega dos Tokens. Em conexão com o exercício do SAFT, o Comprador fornecerá à Empresa uma ou mais Chaves Públicas (Endereços) para os quais o Protocolo da Rede alocará os Tokens da Rede do Comprador após tal exercício na data do Evento de Geração de Token. O Comprador é o único responsável pela correção das Chaves Públicas (Endereços). A Empresa não será responsável por quaisquer perdas resultantes do Comprador fornecer Chaves Públicas (Endereços) incorretos à Empresa. O Comprador também é o único responsável por armazenar com segurança as chaves privadas das respectivas Chaves Públicas (Endereços).¹⁸² (tradução nossa)

Já como forma de prevenir que a empresa venha a sofrer sanções, caso o recebimento dos tokens pelo investidor venha a resultar em violação, pela empresa, de legislação do país de residência do investidor, pode-se recorrer a inclusão da cláusula abaixo no contrato:

Restrições ao exercício. Este SAFT não pode ser exercido se a emissão dos tokens, conforme determinado pela Empresa com base no conselho de advogados, constituir uma violação de qualquer lei aplicável. O Comprador concorda que, se eles não forem uma categoria especial de investidores (por

¹⁸⁰ LEGAL NODES. SAFT (Simple Agreement for Future Tokens): the ultimate guide + free template. The Ultimate Guide + Free Template. Disponível em: <https://legalnodes.com/template/simple-agreement-for-future-tokens>. Acesso em: 28 fev. 2023.

¹⁸¹ *Ibidem*.

¹⁸² *Ibidem*.

exemplo, qualificados, acreditados, etc.) no momento do exercício deste SAFT, então a Empresa pode anular este SAFT. O Comprador deverá apresentar uma prova confirmando que é uma categoria especial de investidores (por exemplo, qualificados, acreditados, etc.) de uma terceira parte qualificada. Apesar de a Empresa verificar o status de categoria especial do Comprador, o Comprador é o único responsável por garantir que, sob a sua Lei pessoal, o Comprador esteja autorizado a receber, manter, usar, dispor ou realizar qualquer outra ação com os tokens. Ao assinar este SAFT, o Comprador confirma que recebeu conselhos de um conselho jurídico externo, segundo o qual o Comprador que celebra este SAFT não viola uma lei de seu país.¹⁸³ (tradução nossa)

Já em relação aos contratos eletrônicos (os *smart contracts*) a serem gerados quando da emissão dos tokens, é da prática a inclusão de cláusula no SAFT regulando a aceitação dos termos do mesmo pelo investidor, bem como, do compromisso da empresa emissora de respeitar as disposições do SAFT quando da emissão dos tokens, da seguinte forma:

Aceitação de Contratos Inteligentes. O Comprador reconhece que é obrigado a aceitar o contrato inteligente ou outro contrato eletrônico que contenha os termos de distribuição dos tokens como estão e fornecer informações razoavelmente solicitadas pela Empresa para organizar a emissão e entrega dos tokens. Ao mesmo tempo, a Empresa se compromete a garantir que os termos dos contratos inteligentes dentro do protocolo respeitem os termos deste SAFT.¹⁸⁴ (tradução nossa)

Por fim, é importante ressaltar o risco elevado na celebração do SAFT no que se refere a potencial retorno, ao investidor, do montante investido na aquisição dos tokens. Assim, a prática recomenda a inclusão de cláusula no SAFT na qual o investidor declara seu conhecimento acerca das características dos tokens a serem emitidos, bem como, dos riscos envolvidos na aquisição dos tokens. Tal cláusula pode ser exemplificada da seguinte forma:

Valor Econômico dos Tokens. O Comprador declara e está ciente que os tokens podem não atingir qualquer valor econômico, bem como, podem representar ativos que não se sujeitam a negociação, intransferíveis, sem liquidez, com possibilidade remota de retorno e com elevado risco de perda integral do valor investido.¹⁸⁵ (tradução nossa)

¹⁸³ LEGAL NODES. **SAFT (Simple Agreement for Future Tokens)**: the ultimate guide + free template. The Ultimate Guide + Free Template. Disponível em: <https://legalnodes.com/template/simple-agreement-for-future-tokens>. Acesso em: 28 fev. 2023.

¹⁸⁴ *Ibidem*.

¹⁸⁵ *Ibidem*.

6.7. Estrutura TSA

Como anteriormente ressaltado, quando a oferta de tokens já foi finalizada e os mesmos já estão sendo comercializados entre seus titulares, os investidores realizam seus aportes por meio da celebração de um instrumento particular de compra e venda de token ou TSA.

Como já enfatizado anteriormente, as modalidades de *tokens* existentes são as seguintes: (i) *utility tokens*; (ii) *security tokens*; (iii) *tokens* de pagamento; (iv) *non-fungible tokens* (*tokens* não fungíveis); e (v) *stablecoins*, cujas atribuições se encontram abaixo listadas.

Os *utility tokens*, dependendo do projeto e do objetivo da emissão, podem possuir as seguintes atribuições:

(i) Acesso a produtos ou serviços: os tokens podem ser usados para acessar produtos ou serviços específicos oferecidos pela Empresa Emissora ou por outras empresas que trabalham com a Empresa Emissora. Por exemplo, uma plataforma de jogos pode emitir um token que permita aos jogadores acessar recursos extras dentro do jogo; (ii) Pagamento de taxas ou serviços: os tokens podem ser usados para pagar taxas ou serviços oferecidos pela Empresa Emissora ou por terceiros. Por exemplo, uma plataforma de e-commerce pode emitir um token que possa ser usado para pagar por produtos ou serviços dentro da plataforma; (iii) Programa de recompensas: os tokens podem ser usados como parte de um programa de recompensas, onde os usuários são recompensados por suas contribuições ou atividades na rede ou plataforma. Por exemplo, uma rede social pode emitir um token que possa ser usado para recompensar os usuários por suas atividades de compartilhamento ou criação de conteúdo; (iv) Participação em governança: os tokens podem ser usados para permitir que os detentores de tokens participem da governança da empresa emissora. Por exemplo, os detentores de tokens podem ter o direito de votar em decisões importantes, como mudanças na política de privacidade ou na estrutura da empresa emissora; ou (v) Acesso a eventos ou experiências exclusivas: os tokens podem ser usados para permitir que os detentores de tokens acessem eventos ou experiências exclusivas oferecidos pela empresa emissora. Por exemplo, uma empresa de entretenimento pode emitir um token que possa ser usado para acessar um evento exclusivo com artistas renomados.¹⁸⁶

Os *security tokens*, por seu turno, estão associados a direitos e obrigações financeiras de uma empresa emissora. Algumas possíveis atribuições para *security tokens* incluem os exemplos abaixo:

(i) Direito a dividendos: os tokens podem ser usados para fornecer aos detentores de tokens direito a dividendos ou participação nos lucros da

¹⁸⁶ OPEN AI. **ChatGPT**. ChatGPT é uma inteligência artificial de linguagem natural desenvolvida pela OpenAI, que usa uma arquitetura de rede neural para gerar respostas a perguntas feitas por usuários. Disponível em: <https://chat.openai.com/chat>. Acesso em: 01 mar. 2023.

empresa emissora, como acontece com ações; (ii) Direito a voto: os tokens podem ser usados para fornecer aos detentores de tokens direito a voto nas decisões da empresa emissora, como acontece com ações; (iii) Direito a recebíveis: os tokens podem ser usados para fornecer aos detentores de tokens direito a recebíveis da empresa emissora, como acontece com títulos de dívida; (iv) Direito a ativos: os tokens podem ser usados para fornecer aos detentores de tokens direito a ativos da empresa emissora, como imóveis ou propriedade intelectual; ou (v) Direito a conversão: os tokens podem ser usados para fornecer aos detentores de tokens direito a converter seus tokens em ações ou outros ativos financeiros da empresa emissora.¹⁸⁷

No que tange aos *payment tokens*, suas atribuições estão diretamente relacionadas à realização de transações financeiras, como nos exemplos abaixo citados:

(i) Realização de transações: os tokens podem ser usados para realizar transações financeiras, seja como meio de pagamento para bens e serviços ou como meio de troca de valor entre diferentes ativos digitais ou criptomoedas; (ii) Redução de taxas de transação: os tokens podem ser usados para reduzir ou eliminar as taxas cobradas em transações financeiras. Por exemplo, uma plataforma de pagamentos pode emitir um token que reduza as taxas cobradas em transações realizadas dentro da plataforma; (iii) Programa de recompensas: os tokens podem ser usados como parte de um programa de recompensas, onde os usuários são recompensados por suas atividades ou transações na rede. Por exemplo, uma plataforma de pagamentos pode emitir um token que recompense os usuários por suas transações frequentes ou por convidar novos usuários para a plataforma; (iv) Participação em governança: os tokens podem ser usados para permitir que os detentores de tokens participem da governança da empresa emissora. Por exemplo, os detentores de tokens podem ter o direito de votar em decisões importantes, como mudanças na política de privacidade ou na estrutura da empresa emissora; ou (v) Acesso a descontos e benefícios exclusivos: os tokens podem ser usados para fornecer descontos ou benefícios exclusivos aos detentores de tokens. Por exemplo, uma plataforma de pagamentos pode emitir um token que forneça descontos em serviços financeiros ou em outras compras online.¹⁸⁸

Os *non-fungible tokens*, por sua vez, são uma forma inovadora de representar a propriedade digital e estão ganhando popularidade em muitas indústrias, incluindo arte, entretenimento e jogos, podendo deter as seguintes atribuições:

(i) Propriedade de itens colecionáveis: NFTs podem ser usados para representar a propriedade de itens colecionáveis digitais, como obras de arte, vídeos, música e outros ativos de mídia; (ii) Acesso a eventos exclusivos: NFTs podem ser usados para fornecer acesso a eventos exclusivos, como shows de música ao vivo, lançamentos de produtos e outras experiências únicas; (iii) Identidade digital: NFTs podem ser usados como identidade

¹⁸⁷ OPEN AI. **ChatGPT**. ChatGPT é uma inteligência artificial de linguagem natural desenvolvida pela OpenAI, que usa uma arquitetura de rede neural para gerar respostas a perguntas feitas por usuários. Disponível em: <https://chat.openai.com/chat>. Acesso em: 01 mar. 2023.

¹⁸⁸ *Ibidem*.

digital, permitindo que os usuários tenham acesso a serviços e recursos exclusivos com base em seus NFTs exclusivos; (iv) Gamificação: NFTs podem ser usados para gamificar as interações dos usuários com as plataformas, fornecendo incentivos exclusivos para os detentores de NFTs; ou (v) Tokens de jogos: NFTs podem ser usados como tokens em jogos, permitindo que os jogadores tenham itens exclusivos, habilidades ou recursos que outros jogadores não têm.¹⁸⁹

Por meio de um TSA, as partes estabelecem os termos e condições para a aquisição dos tokens pelo investidor, tal como já demonstrado anteriormente no âmbito da estrutura do SAFT, os inerentes aos tokens emitidos e a forma de seu exercício pelo investidor (a depender da modalidade de token emitido, conforme acima elucidado), as declarações e garantias a serem prestadas no âmbito da empresa e do investidor, mecanismo de indenização em caso de violação das declarações e garantias prestadas e solução de controvérsias.

No âmbito das declarações e garantias a serem prestadas pela empresa emissora dos tokens, podemos elencar alguns exemplos, conforme abaixo:

Autoridade. A Empresa Emissora declara e garante que possui a autoridade e o poder necessários para emitir os tokens em questão e que o processo de emissão dos tokens é realizado em conformidade com todas as leis e regulamentações aplicáveis.

Validade e Propriedade. A Empresa Emissora declara e garante que os tokens emitidos são válidos, autênticos e de propriedade exclusiva da Empresa Emissora, e que não há nenhum ônus ou gravame sobre os tokens emitidos que possa afetar a validade ou a viabilidade de transferência dos tokens.

Compatibilidade com o Blockchain Ethereum 2.0. A Empresa Emissora declara e garante que os tokens são compatíveis com o protocolo e as especificações da Blockchain Ethereum 2.0 e que são emitidos em conformidade com as políticas e diretrizes da comunidade Ethereum.

Informações. A Empresa Emissora declara e garante que todas as informações fornecidas ao Comprador em relação aos tokens emitidos são verdadeiras, precisas e completas, e que quaisquer alterações relevantes nas informações serão prontamente comunicadas ao Comprador.

Sem Conflitos. A Empresa Emissora declara e garante que a emissão e venda dos tokens não viola quaisquer acordos, contratos, regulamentos ou obrigações legais aplicáveis à Empresa Emissora, e que a Empresa Emissora não está ciente de qualquer reivindicação, processo ou controvérsia que possa afetar a validade ou a viabilidade de transferência dos tokens.

Garantia Limitada. A Empresa Emissora declara que não oferece nenhuma garantia adicional sobre os tokens, além das garantias expressamente estabelecidas neste contrato, incluindo, sem limitação, quaisquer garantias implícitas de comercialização, adequação a uma finalidade específica, titularidade ou não violação.

Conformidade Legal. A Empresa Emissora declara e garante que está

¹⁸⁹ OPEN AI. **ChatGPT.** ChatGPT é uma inteligência artificial de linguagem natural desenvolvida pela OpenAI, que usa uma arquitetura de rede neural para gerar respostas a perguntas feitas por usuários. Disponível em: <https://chat.openai.com/chat>. Acesso em: 01 mar. 2023.

emitindo e vendendo os tokens em conformidade com todas as leis, regulamentações e requisitos aplicáveis, e que obteve todas as autorizações e aprovações necessárias para realizar a emissão e venda dos tokens.

Independência. A Empresa Emissora declara e garante que é uma entidade legal independente, sem vínculos ou afiliações com outras entidades que possam afetar a validade ou transferibilidade dos tokens emitidos.

Atualização das Informações. A Empresa Emissora declara e garante que atualizará prontamente o Comprador com quaisquer informações relevantes sobre os tokens, incluindo, sem limitação, quaisquer mudanças nas especificações, política ou características dos tokens ou da Blockchain Ethereum 2.0.¹⁹⁰

Já em relação ao investidor, poderá ser objeto do TSA a inclusão das seguintes declarações e garantias, conforme exemplos abaixo:

Capacidade de Contratar. O Comprador declara e garante que possui plena capacidade, autoridade e legitimidade para celebrar e executar este Contrato e cumprir suas obrigações aqui estabelecidas.

Propósito de Investimento. O Comprador declara e garante que está adquirindo os Tokens apenas para fins de investimento e não com a intenção de revenda em conexão com qualquer distribuição.

Conhecimento e Experiência. O Comprador declara e garante que tem conhecimento e experiência suficientes em relação a investimentos em ativos digitais, em particular em utility tokens, para avaliar os riscos e méritos da compra dos Tokens, e que compreende totalmente as características e propriedades dos Tokens e da Blockchain Ethereum 2.0.

Sem Registro. O Comprador declara e garante que entende e reconhece que os Tokens não foram registrados sob as leis de valores mobiliários aplicáveis e que estão sendo vendidos em uma transação isenta de registro, de acordo com as leis aplicáveis, sem exigência de registro prévio dos Tokens junto a qualquer autoridade regulatória.

Riscos. O Comprador declara e garante que entende e reconhece os riscos associados à compra dos Tokens, incluindo, sem limitação, os riscos de perda total ou parcial do valor investido, volatilidade de preços, falta de liquidez, possíveis mudanças na legislação e regulamentação aplicáveis, atrasos ou interrupções na rede Blockchain Ethereum 2.0, e outros riscos associados a ativos digitais e tecnologias Blockchain em geral.

Informações Fornecidas. O Comprador declara e garante que todas as informações fornecidas à Empresa em relação à compra dos Tokens são verdadeiras, precisas e completas, e que o Comprador notificará prontamente a Empresa de qualquer alteração em tais informações.

Conformidade Legal. O Comprador declara e garante que está adquirindo os Tokens em conformidade com todas as leis, regulamentações e requisitos aplicáveis em sua jurisdição de residência ou de incorporação, e que não está violando nenhuma lei ou regulamento aplicável ao adquirir ou possuir os Tokens.

Sem Representações ou Garantias. O Comprador declara e reconhece que a Empresa não fez e não fará quaisquer representações ou garantias em relação aos Tokens, à Blockchain Ethereum 2.0 ou a quaisquer outros aspectos

¹⁹⁰ OPEN AI. **ChatGPT.** ChatGPT é uma inteligência artificial de linguagem natural desenvolvida pela OpenAI, que usa uma arquitetura de rede neural para gerar respostas a perguntas feitas por usuários. Disponível em: <https://chat.openai.com/chat>. Acesso em: 01 mar. 2023.

relacionados à compra ou posse dos Tokens, exceto as declarações e garantias expressamente estabelecidas neste Contrato. O Comprador reconhece que os Tokens são adquiridos "no estado em que se encontram", sem qualquer garantia de que serão adequados para qualquer finalidade específica.¹⁹¹

Após a exposição quanto às estruturas contratuais aplicáveis para operações de investimento em empresas de *DeFi*, a seguir traremos a exposição de 2 (dois) casos práticos, sendo o primeiro envolvendo o modelo de negócio de uma *startup* atuante no mercado de *DeFi*, e o segundo tratando acerca da emissão de tokens representativos de valores mobiliários.

¹⁹¹ OPEN AI. **ChatGPT**. ChatGPT é uma inteligência artificial de linguagem natural desenvolvida pela OpenAI, que usa uma arquitetura de rede neural para gerar respostas a perguntas feitas por usuários. Disponível em: <https://chat.openai.com/chat>. Acesso em: 01 mar. 2023.

7. CASOS PRÁTICOS

7.1. Caso Moeda Semente

Como exemplo de *startup* atuante no mercado de *descentralized finance*, recorreremos ao caso Moeda Semente. Fundada em 2017, a *startup* tem como objetivo fornecer serviços financeiros para comunidades carentes e pequenos empresários, já tendo realizado operações em países como Brasil, Peru, Quênia e Filipinas, por meio da criptomoeda MDA, baseada no *blockchain Ethereum*. Foram criados 20.000.000 de tokens MDAs, sendo que 19.628.888 estão em circulação. Dentre as *exchanges* que atualmente comercializam o token MDA podemos citar Binance, LBank, BKex, EtherDelta, Allcoin e Coinbene, bem como, no próprio aplicativo da plataforma, o Moedapay app.

Os detentores de MDA emitidos pela Moeda Semente podem utilizá-los para pagar por bens e serviços em sites e lojas online que aceitem os tokens emitidos pela Moeda Seeds, por meio da abertura de conta junto à plataforma Moedapay. Além disso, os Moedas podem ser usados como forma de investimento na plataforma da Moeda Semente, permitindo que os usuários ganhem juros sobre o valor das suas moedas.

A Moeda Semente desenvolveu, igualmente, outros 2 (dois) tokens, sendo o MDABRL e o MDALOYAL. De acordo com seus termos e condições:

No ambiente do MOEDAPAY, o token MDALOYAL com valor pareado em Real Brasileiro (1 MDALOYAL = R\$ 1,00) é específico para bonificação, transferência para projetos de impacto social, doações e investimento em sustentabilidade, ele também é utilizado para campanhas entre contas de usuários e de projetos de impacto social, e ainda, o token MDABRL com valor pareado ao Real Brasileiro (1 MDABRL = R\$ 1,00) sem variação de mercado que representa o saldo em reais dos usuários MOEDAPAY.¹⁹²

Para adquirir um MDA através da plataforma Moedapay, o usuário deverá realizar uma conversão do MDABRL (R\$) para MDA, submetendo-se ao valor da cotação informada pela plataforma.

Conforme os termos e condições da plataforma, “os projetos de impacto social do ecossistema MOEDA SEMENTE preveem um retorno de 1% até 8% sobre o saldo aportado para gerar impacto sem a aplicação de qualquer outro indicador, inflação, alíquota ou

¹⁹² MOEDA Seeds. Disponível em: <https://moedapay.com/cripto/>. Acesso em: 12 abr. 2023.

encargo”.¹⁹³

7.2. Caso Salinas

O caso Salinas, por sua vez, se trata de uma operação de tokenização realizada no âmbito do *sandbox* regulatório lançado pela CVM, por meio da instrução normativa CVM nº 29, de 11 de maio de 2021 (“Instrução 29”).

De acordo com o art. 1º da Instrução 29, a constituição e funcionamento do *sandbox* regulatório tem como objetivo que “pessoas jurídicas participantes podem receber autorizações temporárias para testar modelos de negócio inovadores em atividades no mercado de valores mobiliários regulamentadas pela Comissão de Valores Mobiliários”.¹⁹⁴

Por meio da Deliberação CVM nº 875, de 30 de setembro de 2021, a Vórtx QR Tokenizadora Ltda. (“Tokenizadora”) foi autorizada a realizar a atividade de constituição e administração de mercados organizados de valores mobiliários, tendo se tornado a primeira plataforma de negociação de valores mobiliários tokenizados regulada no Brasil, sendo restritas a tokens de debêntures, cotas de fundos de investimento fechados, certificados de recebíveis imobiliários, certificados de recebíveis do agronegócio, certificados de depósito e certificados de valores mobiliários, os quais tenham como lastro tais valores mobiliários, tanto em oferta primária quanto secundária.

A primeira operação de emissão de valores mobiliários digitais realizada pela Tokenizadora foi envolvendo a emissão de debêntures pela Salinas Administração e Participações S.A. (“Emissora”), conforme escritura de emissão datada de 17 de maio de 2022 (“Escritura”).

Conforme disposto na Escritura, foram emitidas 74.000 (setenta e quatro mil) debêntures, representadas por 74.000 (setenta e quatro mil) tokens, as quais se encontram disponibilizadas na plataforma para negociação no mercado secundário da Vórtx. A emissão dos tokens encontra-se regulada de acordo com o termo de emissão de valores mobiliários

¹⁹³ MOEDA Seeds. Disponível em: <https://moedapay.com/cripto/>. Acesso em: 12 abr. 2023.

¹⁹⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM nº 29**: Dispõe sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (*sandbox* regulatório) e revoga a Instrução CVM nº 626, de 15 de maio de 2020. [S.I]: Comissão de Valores Mobiliários, 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol029.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2023.

digitais celebrado entre a Tokenizadora e a Emissora¹⁹⁵ (“Termo de Emissão”).

Dentre as disposições constantes no Termo de Emissão, podemos destacar o disposto em sua cláusula 2.5., a qual apresenta as características do valor mobiliário digital, sendo (i) nome; (ii) sigla; (iii) quantidade de valores mobiliários digitais; (iv) valor total da emissão; (v) valor unitário do valor mobiliário digital; (vi) preço; (vii) forma de integralização; (viii) data de vencimento; (ix) remuneração; (x) remuneração variável; (xi) periodicidade de pagamento; (xii) garantias; (xiii) ambiente de depósito eletrônico, custódia eletrônica, distribuição, negociação e liquidação; (xiv) data de emissão; (xv) riscos; (xvi) forma de comprovação de titularidade; e (xvii) *blockchain*.

Outra disposição refere-se ao reconhecimento a ser conferido, pelos investidores, quando de sua adesão ao Termo, por ocasião de seu cadastro na plataforma, prevista na cláusula 3.2. do Termo e transcrita abaixo:

Os Investidores que aderirem a este Termo, reconhecerão que tomaram conhecimento da Oferta Restrita de Valores Mobiliários Digitais por meio de ambiente limitado, acessível apenas aos Investidores previamente cadastrados, sem caracterização de esforços de vendas públicos. Reconhecerão, ainda, que: (i) não receberam listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, com informações a respeito da oferta dos Valores Mobiliários Digitais, destinados ao público, por qualquer meio ou forma; (ii) não receberam qualquer tipo de comunicação, padronizada ou não, dirigida a público indeterminado, por parte de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ligadas à Emissora, à Vórtx DTVM ou à Vórtx QR, em relação à Oferta Restrita dos Valores Mobiliários Digitais, tampouco foram consultados, pelos referidos agentes, sobre a viabilidade da Oferta Restrita ou sobre intenções de investimento nos Valores Mobiliários Digitais; (iii) não negociaram a aquisição dos Valores Mobiliários Digitais em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público; e (iv) não tomaram conhecimento da oferta dos Valores Mobiliários Digitais por meio do recebimento de qualquer tipo de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, seja através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico) seja por meio de comunicação física, entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros, a venda dos Valores Mobiliários Digitais.¹⁹⁶

Adicionalmente, importante ressaltar a presença no Termo de cláusula de isenção de responsabilidade da Tokenizadora e do agente fiduciário em face da Emissora, em razão dos

¹⁹⁵ VÓRTX QR TOKENIZADORA LTDA; SALINAS ADMINISTRAÇÃO E PARTICIPAÇÕES S.A. **TERMO DE EMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS DIGITAIS E OUTRAS AVENÇAS**. Disponível em: https://stgprd.vortexsp01.blob.core.windows.net/vxinforma/DEB%20-%201EUS%20-%20SALINAS%20-%20Termo%20Emissao%20Tokens_202205182257326834.pdf. Acesso em: 12 abr. 2023.

¹⁹⁶ *Ibidem*.

serviços prestados no âmbito Termo, bem como, de cláusula de obrigação de indenizar da Emissora em benefício da Tokenizadora e de suas partes relacionadas, cujas redações se encontram abaixo indicadas:

Em nenhuma circunstância, a Vórtx QR, a Vórtx DTVM ou quaisquer de seus profissionais serão responsáveis por indenizar a Emissora ou quaisquer de suas afiliadas, quaisquer respectivos contratados, executivos, empregados, prepostos, ou terceiros direta ou indiretamente envolvidos com os serviços a serem prestados no âmbito deste Termo, exceto na hipótese comprovada de dolo da Vórtx QR e/ou pela Vórtx DTVM, no que couber, dentro de suas respectivas responsabilidades, conforme decisão transitada em julgado proferida por juízo ou tribunal competente. A Emissora obriga-se a isentar de responsabilidade a Vórtx QR e cada uma de suas respectivas controladoras, controladores, coligadas, controladas, sociedades sob controle comum ou os respectivos administradores, subsidiárias e afiliadas e seus respectivos diretores, empregados, consultores e agentes ("Pessoas Indenizáveis") e a indenizá-las integralmente (sem limitação de valor) por quaisquer perdas, danos, prejuízos, responsabilidades, contingências presentes e futuras, multas, penalidades, custos, obrigações ou despesas (incluindo taxas e honorários advocatícios e lucros cessantes), resultantes, das transações contempladas do presente Termo ("Perdas e Danos"), exceto se tais perdas, danos, obrigações ou despesas forem resultantes de dolo por parte das Pessoas Indenizáveis, neste último caso conforme determinado por decisão judicial transitada em julgado.¹⁹⁷

Com relação aos riscos relacionados às debêntures, à emissão e à oferta restrita, indicados no Anexo II do Termo, notamos a presença, dentre outras, das seguintes disposições:

A Oferta Restrita não será registrada perante a CVM, bem como não será objeto de análise prévia pela ANBIMA.

A Oferta Restrita é destinada exclusivamente a Investidores e está automaticamente dispensada do registro de distribuição pública perante a CVM, nos termos da Instrução CVM 476, bem como não está sujeita à análise prévia pela ANBIMA nos termos de convênio existente entre a CVM e a ANBIMA. A Oferta Restrita está também dispensada do atendimento de determinados requisitos e procedimentos normalmente observados em ofertas públicas de valores mobiliários registradas na CVM, com os quais os investidores usuais do mercado de capitais estão familiarizados.

Nesse sentido, todos os documentos relativos às Debêntures e à Oferta Restrita, incluindo, sem limitação, a Escritura de Emissão, não foram e não serão objeto de revisão pela CVM.

Os Investidores interessados em adquirir as Debêntures no âmbito da Oferta Restrita devem ter conhecimento suficiente sobre os riscos relacionados aos mercados financeiros e de capitais para conduzir sua própria pesquisa, avaliação e investigação independentes sobre a Emissora, os Fiadores e

¹⁹⁷ VÓRTX QR TOKENIZADORA LTDA; SALINAS ADMINISTRAÇÃO E PARTICIPAÇÕES S.A. **TERMO DE EMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS DIGITAIS E OUTRAS AVENÇAS**. Disponível em: https://stgprdvortexp01.blob.core.windows.net/vxinforma/DEB%20-%201EUS%20-%20SALINAS%20-%20Termo%20Emissao%20Tokens_202205182257326834.pdf. Acesso em: 12 abr. 2023.

demais garantidores, suas atividades e situações financeiras, tendo em vista que as informações aqui contidas não foram submetidas à apreciação e revisão pela CVM e nem à análise prévia da ANBIMA.

As Negociações da Debentures ocorrem em um ambiente regulatório experimental da CVM

Ressalta-se que referida negociação ocorre em um ambiente regulatório experimental, nos termos da Resolução CVM 29, em que são concedidas, pela CVM, autorizações temporárias para testar modelos de negócio inovadores em atividades no mercado de valores mobiliários, denominado Sandbox. Nesse sentido, a CVM poderá não autorizar a renovação das autorizações e licenças outorgadas à Vórtx QR e à Vórtx DTVM no âmbito da Deliberação CVM 875. Nesse caso, as Debêntures deverão ser registradas para negociação na B3, sendo que o operacional de tal transferência poderá envolver dificuldades adicionais, o que poderá impactar negativamente os titulares das Debêntures que desejarem negociar no mercado secundário.

Ausência de Classificação de Risco sobre as Debêntures

As Debêntures, bem como a presente Oferta Restrita, não foram objeto de classificação de risco, de modo que os Investidores não contarão com uma análise de risco independente realizada por uma empresa de classificação de risco (empresa de rating). Caberá aos potenciais Investidores, antes de subscrever e integralizar as Debêntures, analisar todos os riscos envolvidos na presente Oferta Restrita e na aquisição das Debêntures, inclusive, mas não se limitando, aos riscos aqui especificados.

A auditoria legal realizada no âmbito da Oferta Restrita teve escopo limitado.

A auditoria legal realizada no âmbito da presente Oferta Restrita teve escopo limitado a certos aspectos legais, não abrangendo todos os aspectos relacionados à Emissora, aos Fiadores e aos demais garantidores. Caso tivesse sido realizado um procedimento mais amplo de auditoria legal, poderiam ter sido detectadas contingências referentes à Emissora que podem, eventualmente, trazer prejuízos aos Debenturistas.¹⁹⁸

Além da operação de emissão de valores mobiliários digitais da Salinas, atualmente a Tokenizadora possui 2 (dois) outros tokens disponíveis para negociação em sua plataforma, sendo (i) tokens lastreados em debêntures de emissão da Pravalier S.A.; e (ii) tokens lastreados em cotas de fundo de emissão da Qr Rispar Crédito Cripto I - Fundo de Investimento em Direitos Creditórios.

¹⁹⁸ VÓRTX QR TOKENIZADORA LTDA; SALINAS ADMINISTRAÇÃO E PARTICIPAÇÕES S.A. **TERMO DE EMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS DIGITAIS E OUTRAS AVENÇAS**. Disponível em: https://stgprd.vortexsp01.blob.core.windows.net/vxinforma/DEB%20-%201EUS%20-%20SALINAS%20-%20Termo%20Emissao%20Tokens_202205182257326834.pdf. Acesso em: 12 abr. 2023.

8. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em que pese a complexidade do tema abordado e de suas variadas aplicações, o mercado de finanças descentralizadas apresenta cada vez mais destaque no universo das *fintechs* brasileiras.

De acordo com matéria da revista *exame*, tendo por base levantamento realizado pela corretora de criptoativos Huobi¹⁹⁹, o Brasil atualmente detém 5% (cinco por cento) do mercado de DeFi.

Conforme indicado pela corretora no levantamento, tal posicionamento se dá pela liderança do Brasil no mercado de criptomoedas na América do Sul, o que leva a uma perspectiva de ampliação de seu mercado de criptomoedas, na medida que “vários bancos e empresas de investimento estão oferecendo ou se preparando para oferecer serviços relacionados ao mercado de criptomoedas”.²⁰⁰

Sob o ponto regulatório, tivemos a entrada em vigor em 19 de junho do ano corrente, da Lei nº 14.478/2022 (“Marco Legal dos Criptoativos”), a qual introduziu o conceito de ativos virtuais em nosso ordenamento jurídico, bem como, estabeleceu diretrizes a serem observadas na prestação de serviços de ativos virtuais e na regulamentação das prestadoras de serviços de ativos virtuais.

De início, o Marco Legal dos Criptoativos, no parágrafo único de seu art. 1º, estabeleceu que o mesmo não será aplicável aos ativos mobiliários, preservando a competência da CVM para regular o tratamento de ativos digitais considerados como valores mobiliários, matéria essa já endereçada pela autarquia conforme Parecer de Orientação nº 40/2022.

De acordo com o art. 3º do Marco Legal dos Criptoativos, “considera-se ativo virtual a representação digital de valor que pode ser negociada ou transferida por meios eletrônicos e utilizada para a realização de pagamento ou com propósito de investimento”.²⁰¹

Adicionalmente, o Marco Legal dos Criptoativos também promoveu alteração no Código Penal, para inclusão de novo tipo penal de estelionato especializado em ativos virtuais (novo art. 171-A), sujeito a pena de reclusão entre 4 e 8 anos, além de multa. Já para o crime de lavagem de dinheiro, regido no âmbito da Lei 9.613/1998, quando realizado por intermédio

¹⁹⁹ MALAR, João Pedro. **Brasil tem 2ª maior adoção de finanças descentralizadas no mundo, diz estudo:** Estados Unidos ainda lideram o setor, sendo responsáveis por 31,8% de todas as transações mensais realizadas no segmento em 2022. Disponível em: <https://exame.com/future-of-money/brasil-tem-2a-maior-adocao-de-financas-descentralizadas-no-mundo-diz-estudo>. Acesso em: 12 abr. 2023.

²⁰⁰ *Ibidem*.

²⁰¹ *Ibidem*.

de ativos virtuais, tal conduta será uma agravante, podendo acrescer de um a dois terços do total da pena, em caso de sua recorrência (novo §4º do art. 1º).

Já em relação às prestadoras de serviços de ativos virtuais, o art. 6º do Marco Legal dos Criptoativos estabeleceu que caberia ao poder executivo atribuir a um ou mais órgãos ou entidades da administração pública federal, a disciplinar o funcionamento e a supervisão das prestadoras de serviços de ativos virtuais.²⁰²

Tal regulação se deu com a publicação do Decreto nº 11.563/2023 que acabou por designar o Banco Central do Brasil como entidade responsável pela regulamentação, fiscalização e por autorizar a operação de prestadores de serviços de ativos virtuais.

A partir de tal atribuição e de acordo com o Marco Legal dos Criptoativos, a regulamentação pelo Banco Central do Brasil deverá conferir às prestadoras de serviços virtuais um prazo de, pelo menos, seis meses para sua adequação, prazo esse que também poderá ser majorado, a depender da complexidade dos requisitos para obtenção da autorização de funcionamento.

É esperado que a regulamentação a ser expedida pelo Banco Central do Brasil estabeleça às prestadoras de serviços de ativos virtuais encargos semelhantes aos já exigidos das instituições reguladas e sob supervisão do Banco Central do Brasil, tais como segregação patrimonial, divulgação de seus beneficiários finais, demonstração da capacidade econômica e expertise no setor e origem dos recursos aplicados no empreendimento.

Importante ressaltar que tanto o Marco Legal dos Criptoativos quanto o Decreto nº 11.563/2023 são omissos em relação à regulação do mercado de *DeFi*. Contudo, dado que tal regulação ficará à cargo do Banco Central do Brasil, espera-se que o mercado de *DeFi* tenha sua regulação estabelecida em curto prazo, até mesmo em razão do início dos testes de plataforma para operações com o “real digital”.

As modalidades contratuais apresentadas no presente trabalho buscam trazer aos operadores do direito, atuantes no mercado de criptoativos, ferramentas para a condução de operações de investimento de maneira assertiva e alinhada com o praticado em transações similares no exterior, as quais, em sua grande maioria, são realizadas sob a legislação de países que permitem a realização de atividades de *DeFi*, ainda que sem qualquer tipo de regulamentação.

²⁰² BRASIL. Lei nº 14.478, de 21 de dezembro de 2022. **Marco Legal dos Criptoativos**. Brasília, 21 dez. 2022. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/lei/L14478.htm. Acesso em: 05 jul. 2023.

Dada a postura pioneira adotada pelo Brasil para a regulação do mercado de criptoativos, a tendência é de um aumento do número de investidores dispostos a operar e investir em empresas atuantes no segmento de prestação de serviços de ativos digitais, bem como, na difusão do mercado de *DeFi*.

Assim, a escolha da melhor estrutura contratual no momento da estruturação e negociação de suas operações de investimento, alinhada ao momento de realização do investimento, sob o ponto de vista do estágio de maturação da operação de startups atuantes no mercado de *DeFi*, é fundamental para a proteção dos interesses dos *founders* e dos investidores, ainda mais com a expectativa de um arcabouço regulatório que imponha mecanismos robustos de responsabilidade e *compliance* para as startups atuantes no mercado de *DeFi*, no momento da recepção de novos investimentos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ACCENTURE. **DeFi**: como as finanças descentralizadas podem transformar o mercado financeiro. Como as finanças descentralizadas podem transformar o mercado financeiro. Disponível em: <https://www.accenture.com/content/dam/accenture/final/a-com-migration/r3-3/pdf/pdf-179/accenture-decentralized-finance.pdf#zoom=40>. Acesso em: 29 jun. 2023.
- AMBIMA INOVAÇÃO. **Tokenização de Ativos**: conceitos iniciais e experimentos em curso. Conceitos iniciais e experimentos em curso. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/02/30/82/CB/68001810C27A8F08882BA2A8/Tokenizacao%20de%20ativos.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2023.
- AZEVEDO, Erasmo Valladão; FRANÇA, Novaes. **A Sociedade em Comum**. São Paulo: Malheiros Editores, 2013.
- AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). **Sociedade limitada contemporânea**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.
- BAPTISTA LUZ ADVOGADOS. **SAFE Brasil – Mútuo Conversível**. Modelo de mútuo conversível. Disponível em: <https://baptistaluz.com.br/espacostartup/safe-brasil-mutuo-conversivel>. Acesso em: 23 fev. 2023.
- BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio. **Novos temas de Direito e Corporate Finance**. São Paulo: Quartier Latin, 2019.
- BRASIL. Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Brasília, 14 dez. 2006. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.
- BRASIL. Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016. Brasília, Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp155.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.
- BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 01 de junho de 2021. Brasília, 01 jun. 2021. Disponível em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp182.htm. Acesso em: 20 dez. 2022.
- BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 01 de junho de 2021. Brasília, 1 jun. 2021. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp182.htm. Acesso em: 20 dez. 2022.
- BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Código Civil**. Brasília, 10 jan. 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.
- BRASIL. Lei nº 13105, de 16 de março de 2015. **Código de Processo Civil**. Brasília, 16 mar. 2015. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/113105.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.
- BRASIL. Lei nº 14.478, de 21 de dezembro de 2022. **Marco Legal dos Criptoativos**. Brasília, 21 dez. 2022. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/lei/L14478.htm. Acesso em: 05 jul. 2023.

BRASIL. Lei nº 556, de 25 de junho de 1850. **Código Comercial**. Secretaria d'Estado dos Negócios da Justiça, 01 jul. 1850. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lim/lim556.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. **Lei das Sociedades Anônimas**. Brasília, 15 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 29 jun. 2023.

BRITO, Carina. **Investimentos em startups caem 44% no primeiro semestre, diz Distrito**: segundo dados da plataforma, no período, foram us\$ 2,92 bilhões investidos em 327 deals. previsão de que aportes devem ultrapassar us\$ 10 bilhões em 2022 foi revista. Segundo dados da plataforma, no período, foram US\$ 2,92 bilhões investidos em 327 deals. Previsão de que aportes devem ultrapassar US\$ 10 bilhões em 2022 foi revista. 2022. Disponível em: <https://revistapegn.globo.com/Startups/noticia/2022/07/investimentos-em-startups-caem-44-no-primeiro-semester-diz-distrito.html>. Acesso em: 30 nov. 2022.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de sociedades anônimas. 1º volume: artigos 1º a 74** / Modesto Carvalhosa. 7. ed. rev. e atual. – São Paulo: Saraiva, 2013.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários ao Código Civil: parte especial: do direito da empresa (artigos 1.052 a 1.195), volume 13** / Modesto Carvalhosa; coordenador Antônio Junqueira de Azevedo – 2ª ed. – São Paulo: Saraiva, 2005.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial, volume 3: direito de empresa** / Fábio Ulhoa Coelho. – 10. Ed. – São Paulo: Saraiva, 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM nº 29**: Dispõe sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (sandbox regulatório) e revoga a Instrução CVM nº 626, de 15 de maio de 2020. [S.I]: Comissão de Valores Mobiliários, 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol029.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Parecer De Orientação CVM nº 40**: os criptoativos e o mercado de valores mobiliários. [S.I]: Comissão de Valores Mobiliários, 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/pareceres-orientacao/anexos/Pare040.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2023.

COUTO, Marcelo Henrique Gomes. **Análise do ciclo de vida das startups**: características, agentes e riscos associados. 2019. 246 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

DAMODARAN, Aswath. **Valuation**: como avaliar empresas e escolher as melhores ações. Rio de Janeiro: LTC, 2012. Tradução Afonso Celso da Cunha Serra.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume 1 – 2ª edição revista e ampliada – artigos 1º a 79**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FÉRES, Marcelo Andrade. **Sociedade em Comum**: disciplina jurídica e institutos afins. São Paulo: Saraiva, 2011.

FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: Teoria Geral e Aplicação* / Paula A. Forgioni. – 4. ed. rev., atual. e ampl. – São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

GALBRAITH, Jay; DOWNEY, Diane; KATES, Amy. **Projeto de Organizações Dinâmicas**: um guia prático para líderes de todos os níveis. tradução: Félix José Nonnenmacher; revisão técnica: Fernando Ribas Beck. Porto Alegre: Bookman, 2011.

INFOMONEY. **O que é DeFi? Entenda o protocolo que visa descentralizar serviços financeiros**: defi é uma tendência (que já se tornou realidade) no mercado de criptomoedas. reunimos aqui tudo o que você precisa saber sobre como ele funciona e o que já é possível fazer. DeFi é uma tendência (que já se tornou realidade) no mercado de criptomoedas. Reunimos aqui tudo o que você precisa saber sobre como ele funciona e o que já é possível fazer. 2022. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/guias/defi/#:~:text=DeFi%20%C3%A9%20o%20nome%20da%20do,de%20dados%20descentralizado%20e%20imut%C3%A1vel..> Acesso em: 29 jun. 2023.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, Jose Luis Bulhoes. **Direito das companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017

LEE, Aileen. **Welcome To The Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups**. 2013. Disponível em: <https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/>. Acesso em: 13 dez. 2022.

LEGAL NODES. **SAFT (Simple Agreement for Future Tokens)**: the ultimate guide + free template. The Ultimate Guide + Free Template. Disponível em: <https://legalnodes.com/template/simple-agreement-for-future-tokens>. Acesso em: 28 fev. 2023

MALAR, João Pedro. **Brasil tem 2ª maior adoção de finanças descentralizadas no mundo, diz estudo**: Estados Unidos ainda lideram o setor, sendo responsáveis por 31,8% de todas as transações mensais realizadas no segmento em 2022. Disponível em: <https://exame.com/future-of-money/brasil-tem-2a-maior-adocao-de-financas-descentralizadas-no-mundo-diz-estudo>. Acesso em: 12 abr. 2023.

Mapeamento do Ecossistema Brasileiro de Startups – Insights Brasil. Associação Brasileira de Startups (Abstartups) e Deloitte. Acesso em 23.11.2022, às 14:55 horas.

MARTINS, Fran. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010. Revista e atualizada por Roberto Papini.

MOEDA Seeds. Disponível em: <https://moedapay.com/cripto/>. Acesso em: 12 abr. 2023.

NASCIMENTO, Auster Moreira; REGINATO, Luciane. **Controladoria**: um enfoque na eficácia organizacional. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2013. E-book.

OIOLI, Erik Frederico (coord.). **Manual de direito para startups**. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

OPEN AI. **ChatGPT**. ChatGPT é uma inteligência artificial de linguagem natural desenvolvida pela OpenAI, que usa uma arquitetura de rede neural para gerar respostas a perguntas feitas por usuários. Disponível em: <https://chat.openai.com/chat>. Acesso em: 01 mar. 2023.

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Controladoria Básica**. Foz do Iguaçu: Cengage Learning, 2016. E-book.

PELUSO, Cezar. **Código Civil comentado: doutrina e jurisprudência: Lei n. 10.406, de 10.01.2002: contém o Código Civil de 1916** / coordenador Cezar Peluso. – 8. ed. rev. e atual. – Barueri, SP: Manole, 2014.

PEREIRA, Vaniza. **Controladoria**: [recurso eletrônico]. Porto Alegre: Sagah Educação S.A, 2016.

QUINTELLA, Cristina M.; TEODORO, Auristela Felix de Oliveira; FREY, Irineu Afonso; GHEST, Grace Ferreira; BRAGA, Melissa; ANJOS, Sérgio Saraiva Nazareno dos. **Valoração de Ativos de Propriedade Intelectual**. [S-N]: [S-I], 2019. Série Conceitos e Aplicações de Transferência de Tecnologia. Disponível em:

<https://ainfo.cnptia.embrapa.br/digital/bitstream/item/214522/1/Valorac807a771o-de-ativos-de-propriedade-intelectual-2019.pdf>. Acesso em: 24 jan. 2023.

RANKING DE INVESTIMENTOS 2022. Disponível em: <https://startupi.com.br/ranking-investimentos-2022/>. Acesso em: 21 dez. 2022.4

REDAÇÃO XP EDUCAÇÃO. **O que é MVP: para que serve e quais os benefícios**: o mínimo produto viável é uma metodologia muito utilizada por startups e empresas de desenvolvimento de software e altamente recomendada para lançar um produto ou serviço de sucesso. O Mínimo Produto Viável é uma metodologia muito utilizada por startups e empresas de desenvolvimento de software e altamente recomendada para lançar um produto ou serviço de sucesso. Disponível em: <https://blog.xpeducacao.com.br/o-que-e-mvp>. Acesso em: 16 dez. 2022.

SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity**: aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Primeiro dia.

SHP FINANCIAL TRAINING (Brasil). **Curso Private Equity**: aprenda com quem faz!. [S.I]: SHP Financial Training, [20--]. Color. Segundo dia.

The Appraisal Foundation. **UNIFORM STANDARDS OF PROFESSIONAL APPRAISAL PRACTICE (USPAP)**: Standards 1-4. United States of America: The Appraisal Foundation, 2020-2021. Disponível em: <https://www.millersamuel.com/files/2021/03/USPAP-Standards-1-4.pdf>. Acesso em: 29 jun. 2023

USLEGAL. **Startup companies law and legal definition**. Disponível em: <https://definitions.uslegal.com/s/startup-companies/>. Acesso em: 06 de dezembro de 2022.

VÓRTX QR TOKENIZADORA LTDA; SALINAS ADMINISTRAÇÃO E PARTICIPAÇÕES S.A. **TERMO DE EMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS DIGITAIS E OUTRAS AVENÇAS**. Disponível em: https://stgprdvortxsp01.blob.core.windows.net/vxinforma/DEB%20-%201EUS%20-%20SALINAS%20-%20Termo%20Emissao%20Tokens_202205182257326834.pdf. Acesso em: 12 abr. 2023.