

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO  
PUC/SP**

**RODRIGO DOMINGOS ZIRPOLI**

**CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL EM PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA**

**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO EM DIREITO COMERCIAL**

**SÃO PAULO**

**2022**

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO  
PUC/SP**

**RODRIGO DOMINGOS ZIRPOLI**

**CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL EM PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA**

Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência para obtenção do título de Mestre em Direito, pelo Núcleo de Direito Comercial, sob orientação do Prof. Dr. Marcelo Guedes Nunes.

**SÃO PAULO**

**2022**

**RODRIGO DOMINGOS ZIRPOLI**

**CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL EM PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA**

**BANCA EXAMINADORA**

---

PROF. DR. MARCELO GUEDES NUNES

---

PROF. DR. IVO WAISBERG

---

PROF. DR. ANDRÉ LUIZ SANTA CRUZ RAMOS

*ÀS MULHERES DE MINHA VIDA, JULIANA,  
MARIA LUIZA E MARIA FERNANDA, QUE ME  
FAZEM, A CADA NOVO RAIAR DO SOL, UM SER  
HUMANO MELHOR QUE O DE ONTEM.*

## AGRADECIMENTOS

Período difícil durante o qual cursei o Mestrado em Direito Comercial, sem me furtar, entretanto e em nenhuma medida, de meu dever de dedicação ao desafio acadêmico para o qual me propus. Pandemia. Enfermidade de Juliana, meu porto seguro, que, inclusive, impôs-me, durante o meu estágio docente, a dar aula, remotamente, dentro de um hospital, no crédito de Sociedades Anônimas, sob a tutela, a admiração, o carinho e o esmero da Profa. Maria Eugênia Finkelstein, a quem tanto agradeço.

Para a pandemia, perdi um amigo, Gustavo de Freitas Cavalcanti Costa, que muito me incentivou a fazer o mestrado para “pensar diferente”. Agradeço-lhe, saudosamente, onde estiveres. Teu apoio sempre ecoará em minha mente e em meu coração.

Ao meu orientador e professor de Direito Societário, Prof. Marcelo Guedes Nunes, que tanto me apoiou, orientou e contribuiu para o meu “pensar diferente”. Minha trajetória acadêmica se divide em antes e depois de suas lições.

Aos meus sócios e irmãos da vida, Marcelo Pupe Braga e Gustavo Vieira de Melo Monteiro, profissionais que tanto me inspiram e que tanto me apoiaram e me respeitaram durante essa jornada, sobretudo pelas contingências de minha ausência, meus genuínos agradecimentos.

Aos advogados, assistentes, estagiários e colaboradores do Pupe Braga Monteiro Zirpoli Advogados, que tanto assumiram meus desafios profissionais enquanto me dedicava à academia.

Aos meus pais, Miguel e Rosemary, pelo apoio incondicional e pela defesa intransigente dos estudos – como fonte constante de engrandecimento humano.

Aos meus irmãos, Vicente e Sophia, pelo preenchimento das lacunas durante minhas renúncias familiares.

Aos amados amigos, Gustavo Moreira Maia e Consuelo Maia, que, nas idas semanais a São Paulo, sempre me acolheram de braços abertos, com um sorriso no rosto, e jamais sob qualquer condição.

Aos que me ajudaram, direta e indiretamente, desde o começo – ainda no processo seletivo – até aqui, André Luiz Santa Cruz Ramos, Bruno Caraciolo, Sophia Domingos Zirpoli, minha amada irmã, Marcelo Barbosa Sacramone, Marcus Elidius Michelli de Almeida, Ivo Waisberg, Maria Celeste Cordeiro Leite Santos, Nathaly Campitelli Roque, Leonardo Carneiro da Cunha, Gustavo Henrique Trajano de Azevedo, Urbano Vitalino de Melo Neto, Hermes de Assis, Luis Ribeiro, Fábio Cury, Diogo Lopes de Oliveira, Renato Saeger Magalhães Costa e,

sem dúvida, aos amigos que construí na universidade. Como já diz o ditado: “a gratidão é a memória do coração”.

Por fim e em especial, às mulheres que preenchem minh'alma, Juliana, minha esposa, Maria Luiza e Maria Fernanda, minhas filhas, agradeço-lhes por tanto apoio e compreensão por minhas viagens semanais e ausências para a dedicação aos estudos durante os créditos cursados e a elaboração do presente trabalho. Vocês sempre estiveram presentes e beijadas em meu (in)consciente.

## RESUMO

O presente estudo tem como propósito esmiuçar o Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, criado a partir das *convertible notes* dos Estados Unidos da América, que representa negócio jurídico complexo, híbrido e seguro, e permite a capitalização das mais diversas estruturas societárias nacionais, que podem lançar mão dessa alternativa para evitar os juros bancários abusivos no Brasil e a dificuldade de acesso ao mercado de capitais. O Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, ao final de seu prazo de vigência, possui tríplice opção de um direito unilateral, subjetivo e receptício de vontade do investidor/mutuante: a) converter o crédito mediante *compensação* (CC, art. 368) com a integralização do capital social subscrito; b) ser restituído do crédito, caso as condições suspensivas (CC, art. 125) não sejam atendidas pela sociedade investida/mutuária e seus sócios; ou c) perdoar dívida, o que, na prática, caracteriza uma doação (CC, art. 538). Essa estruturação traz evidente contribuição para o contexto econômico de capitalização das sociedades empresárias, especialmente pela celeridade que o *funding* pode ser realizado, sem depender de atos burocráticos e regulatórios. Tal contrato, atípico, híbrido, real, bilateral, oneroso, comutativo, solene, principal, de execução continuada (trato sucessivo) e, sobretudo, personalíssimo, pouco estudado no país, representa meio seguro e eficaz de capitalizações de sociedades, contribuindo para o fomento da economia, de seus agentes econômicos e de seus *stakeholders*.

**PALAVRAS-CHAVE:** Contrato de Mútuo Conversível. Dívida conversível em participação. Capitalização atípica de sociedades maiores. Sociedades Limitada e Anônima.

## ABSTRACT

The purpose of this work is to scrutinize the Brazilian convertible note agreement into equity, created from the convertible notes of the United States of America, which represents a complex, hybrid and secure legal business that allows the capitalization of the most diverse corporate structures, which can use this alternative to avoid abusive bank interest rate in Brazil and the difficulty of accessing the capital market. The Brazilian convertible note agreement into equity, at the end of its term, has a triple option of a unilateral, subjective right and acceptance of will of the investor/lender: a) convert the credit by offsetting (Brazilian Civil Code: art. 368) with the payment of the subscribed share capital; b) be refunded the credit, if the conditions precedent (Brazilian Civil Code: art. 125) are not met by the investee/borrower and its partners; or c) debt forgiveness, which, in practice, will have occurred as a donation (Brazilian Civil Code: art. 538). Such structuring clearly contributes to the economic context of capitalization of business companies, especially due to the speed that funding can be provided to business companies, without depending on bureaucratic and regulatory acts. Such atypical, hybrid, real, bilateral, onerous, commutative, solemn, principal, continuous execution contract (successive agreement) and, above all, very personal, little studied in the country, represents a safe and effective means of capitalization of companies, contributing to the promotion of the economy, its economic agents, and its stakeholders.

**KEYWORDS:** Convertible note agreement into equity. Debt convertible into equity. Atypical capitalization of corporate structures. Limited liability company and business corporation.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>11</b>
<b>2. NOTAS HISTÓRICAS SOBRE O CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL .....</b>	<b>15</b>
2.1. <i>A convertible note</i> na experiência internacional .....	15
<b>3. IMPORTÂNCIA ECONÔMICA DO MÚTUO CONVERSÍVEL .....</b>	<b>21</b>
3.1. Do desenvolvimento econômico nacional provocado pela capitalização das sociedades de tipos maiores através de instrumentos de dívida conversível .....	21
3.2. A simplificação do processo de captação de dívida conversível em <i>equity</i> . O paradigma brasileiro das debêntures conversíveis. A dificuldade de acesso ao mercado de capitais ...	23
3.3. O mútuo conversível como mecanismo de proteção ao investidor .....	28
<b>4. CONCEITO E NATUREZA JURÍDICA DO MÚTUO CONVERSÍVEL .....</b>	<b>34</b>
4.1. Os planos da existência, validade e eficácia do Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária .....	40
4.2. A distinção jurídica entre mútuo conversível e debêntures conversíveis. A (im)possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas .....	43
<b>5. CLASSIFICAÇÃO DO CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL .....</b>	<b>51</b>
5.1. Classificação sob a perspectiva da conversão do crédito em <i>equity</i> .....	52
<b>6. PARTES .....</b>	<b>58</b>
6.1. O investidor .....	59
6.2. A sociedade limitada como mutuária .....	63
6.3. A sociedade anônima como mutuária .....	67
<b>7. CLÁUSULAS ESSENCIAIS E FACULTATIVAS .....</b>	<b>70</b>
7.1. Cláusulas essenciais .....	70
7.1.1. <i>A cláusula de conversão do crédito em participação societária</i> .....	70
7.1.1.1. A conversão do crédito em equity na sociedade limitada .....	73
7.1.1.2. A conversão do crédito em equity na sociedade anônima .....	75
7.1.2. <i>As condições precedentes à conversão do crédito em participação societária: a transformação de tipo societário, o acordo de sócios para estabilização de relações e atas de assembleia e/ou de reunião de conselho de administração ou alteração contratual</i> .	79
7.1.3. <i>O use of proceeds do objeto do contrato de mútuo</i> .....	82
7.1.4. <i>A delimitação temporal (vencimento contratual)</i> .....	83
7.1.4.1. O vencimento do prazo de restituição .....	83
7.1.4.2. O vencimento antecipado .....	84

7.1.5. <i>Cláusula Compromissória obrigatória por questão regulatória. Regra própria dos Fundos de Investimento em Participação – FIPs</i> .....	86
7.2. Cláusulas facultativas de proteção ao investidor.....	87
7.2.1. <i>Declarações e garantias (representations and warranties)</i> .....	89
7.2.2. <i>As cláusulas futuras em acordo de sócios</i> .....	93
<b>8. OBRIGAÇÕES DAS PARTES E EXTINÇÃO DO CONTRATO DE MÚTUO.....</b>	<b>103</b>
8.1. Obrigações das Partes.....	103
8.2. A extinção do mútuo em razão da conversão do crédito em <i>equity</i> .....	103
<b>9. CONTABILIZAÇÃO DO MÚTUO CONVERSÍVEL PARA AS PARTES.....</b>	<b>105</b>
<b>10. CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO .....</b>	<b>109</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>112</b>

## 1. INTRODUÇÃO

Não parece mais oportuno para o Direito Societário, especificamente diante do contexto de crises de solvabilidade da empresa – enquanto atividade econômica organizada para produção ou circulação de bens e serviços (CC, art. 966), sobretudo em decorrência da ainda atual, infelizmente, pandemia provocada pela Covid-19 –, bem como da efervescência das atividades de investimento em sociedades de capital nascente (as chamadas *startups*<sup>1</sup>), que se incentive (ou se busque incentivar) o uso de instrumentos atípicos e dinâmicos de capitalização de sociedades, com vistas a viabilizar, no ambiente do empreendedorismo, o fomento ágil de atividades econômicas, dos mais variados espectros, o recolhimento de tributos e a circulação de riquezas, bem como, para as empresas em colapso, a superação da situação de crise econômico-financeira, de modo a permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica (LREF, art. 47).

O uso de estruturas atípicas de capitalização de sociedades merece incentivo e deve superar barreiras, ainda que ideológicas, decorrentes desses modelos predeterminados de investimento para portes e naturezas das sociedades, o que ocorre, no campo empírico, com os modelos de *funding* em sociedades de estágios iniciais e de crescimento (como dito, as *startups*), na medida em que as capitalizações atípicas permitem rápido e eficiente financiamento por terceiros, viabilizando aporte de recursos para consecução do objeto social de determinado negócio.

É nesse contexto que se propõe o estudo do que se importou para o Brasil do chamado Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, figura contratual que parte de uma tipicidade prevista no Código Civil, mas que, em caso de exercício por parte do investidor do direito de conversão da dívida em capital, ostenta evidente carga atípica, desnaturando o contrato típico.

O uso de estrutura de empréstimo conversível em participação já se observava nas *convertible notes* utilizadas nos negócios de *venture capital* e de *private equity* dos Estados

---

<sup>1</sup> O termo *startup*, que, em tradução livre, significa *começar algo*, foi importado da realidade empresarial anglo-saxã, precisamente no Vale do Silício, com as milhares de empresas *.com* que lá surgiram, tendo como objeto desempenhar, por meio de uma tecnologia inovadora, uma atividade (empresária) escalável e com controle significativo dos gastos, podendo atuar em qualquer contexto econômico, como, por exemplo, em saúde (*healthtechs*), no mercado jurídico (*legaltechs* ou *lawtechs*), no mercado financeiro (*fintechs*), ante o governo (*govtechs*) e no âmbito educacional (*edtechs*). Na ordem jurídica nacional, as *startups* tiveram seu marco legal instituído por meio da Lei Complementar 182/2021, que conceitua em seu art. 4º que “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”.

Unidos da América, representando, assim, um investimento de risco; no Brasil já havia as debêntures conversíveis em ações, mas com limitação de sua emissão por parte de sociedades limitadas, que representam no país o tipo mais observado, o que foi constatado pelo próprio Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração – DREI em levantamento feito de 1950 a 2019 de todos os registros variados, incluindo empresários individuais – pessoas físicas que são –, sociedades limitadas, as (agora extintas) Empresas Individuais de Responsabilidade Limitada – EIRELIs – figura inserta em nosso ordenamento em 2011, por meio da Lei 12.441, e extinta por ocasião do art. 41 da Lei 14.195/2021, que foi devidamente ratificada no âmbito das sociedades simples<sup>2</sup> por meio da recentíssima Medida Provisória 1.085/2021, que revogou o inciso VI do art. 44 e o Título I-A do Livro II da Parte Especial, ambos do Código Civil –, sociedades simples (limitadas e simples pura), associações, condomínios, fundos e clubes de investimento, bem como sociedades anônimas, sendo esta última o tipo de registro com menor observância – apenas 0,27% de todos os registros no país no período em questão.

De acordo com o fenômeno social representado pela demanda da sociedade em capitalizar as sociedades dos tipos maiores – como bem nos orienta o Prof. Fábio Ulhoa Coelho – com menor liturgia e mais economia financeira e de tempo, passaram a ser necessários no Brasil contratos de empréstimo conversíveis em participações, naturalmente relacionados ao valor axiológico de, entre outros, buscar proteção ao investidor, dinamizar seu levantamento e viabilizar juros mais baratos dos que os bancários, partindo-se, como dito anteriormente, de uma figura típica contratual prevista no art. 586 e seguintes do Código Civil, que é a do empréstimo de coisa fungível.

Ora, o Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária é instrumento que não possui direitos e obrigações regulamentados por diploma legal. É uma evolução normativa – de acordo com a demanda fática e axiológica de um contexto histórico-social mutável – do contrato típico previsto entre os arts. 586 e 592 do Código Civil, que, recentemente, passou a

---

<sup>2</sup> Havia certa discussão acadêmica acerca da efetiva extinção das EIRELIs não empresárias, que tinham seus atos submetidos ao Registro Civil das Pessoas Jurídicas – RCPJ (CC, art. 1.150), já que – em uma síntese muito apertada – a Lei 14.195/2021 submetia ao Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração – DREI a regulamentação para transformação das EIRELIs em sociedades limitadas unipessoais, escapando, assim, do campo de incidência da norma contida no art. 41 da referida lei (e do próprio DREI) as EIRELIs com seus atos de registro submetidos ao RCPJ. O fato é que a Lei 14.195/2021 revogou tacitamente a EIRELI (pelo regime incompatível); o inciso VI do art. 44 e o Título I-A do Livro II da Parte Especial (art. 980-A), ambos do Código Civil, foram, agora, expressamente revogados por meio da Medida Provisória 1.085/2021.

ser previsto no art. 5º, §1º, IV, do Marco Legal das Startups, Lei Complementar 182/2021<sup>3</sup>. Essa é a base para entender o fenômeno jurídico da atualidade.

Partiremos, dessa forma, da importação do Direito norte-americano para o Brasil da chamada *convertible note* ou nota conversível, que representa, basicamente, uma nota promissória (como título representativo de uma promessa de pagamento) que pode ser convertida em participação, a exemplo de uma debênture conversível (de mesma natureza jurídica), a depender de certos gatilhos exercício do direito de conversão pelo investidor, os quais, no Brasil, são condições suspensivas (CC, arts. 125 e 126).

Neste particular, a cláusula de conversão é direito subjetivo do investidor, que, ao querer exercê-lo, tem o condão de alterar a natureza jurídica do Contrato de Mútuo Conversível, instrumentalizando, assim, negócio jurídico unilateral aperfeiçoado de forma receptícia da vontade do investidor/mutuante, tornando-o atípico.

Trataremos, ainda, da importância econômica do uso de uma estrutura atípica de capitalização de empresas que pode ser convertida em participação societária, que acaba por ser mais célere e menos onerosa para as tomadoras de valores mutuados do que as estruturas típicas previstas em lei, como a subscrição e integralização de capital social e a própria debênture conversível, possuindo, ainda, a mesma segurança jurídica das outras estruturas típicas de capitalização aqui mencionadas, com as ressalvas, entretanto, que abordaremos no desenvolvimento do presente estudo, especialmente a possibilidade de caracterização de uma sociedade em comum.

Em sequência, trataremos do conceito e da natureza jurídica do Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, partindo de uma interpretação própria do mútuo típico previsto na legislação civil, ou seja, aquele negócio jurídico que visa o empréstimo de bens fungíveis, por meio do qual o mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade.

Abordaremos a classificação do Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária; as partes que celebram tal negócio jurídico; as cláusulas essenciais e facultativas, levando-se em consideração, inclusive, a prática nacional e internacional, baseando-se na *note purchase agreement*, contrato que regulamenta a *convertible note*.

Por fim, trataremos das obrigações das partes e modalidades de extinção do contrato de mútuo conversível, abordando, ainda, aspectos contábeis do referido negócio jurídico complexo.

---

<sup>3</sup> Já havia o § 1º do art. 65-A da Lei Complementar 167/2019, devidamente revogado pela Lei Complementar 182/2021, que tratava da caracterização de uma atividade como *startup*.

Portanto, o propósito da presente dissertação é exaurir o Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, que, quando efetivamente convertido, acaba por *introjetar* no ordenamento jurídico contrato evidentemente atípico, tendo em vista que não possui seus elementos essenciais previstos em qualquer diploma legal, apenas havendo menção desse negócio jurídico, como dito, no Marco Legal das *Startups*, apresentando, assim, estrutura híbrida que depende, inexoravelmente, do resultado da vontade receptícia do ente mutuante/investidor: converter a dívida em participação, não converter e ser restituído do crédito ou perdoar a dívida, renunciando ao crédito, cabendo-lhe, portanto, a escolha entre as obrigações alternativas (CC, art. 252).

Trata-se, com efeito, de uma opção acessível, célere e menos custosa de capitalização de sociedades dos mais diversos portes e estágios no Brasil.

O Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária fomenta o empreendedorismo e se mostra como excelente alternativa ao mercado de capitais, de difícil acesso e, essencialmente, voltado para grandes estruturas empresárias em nosso país, além de possibilitar às sociedades empresárias uma alternativa juridicamente segura aos juros expressivos praticados pelas (poucas) instituições bancárias no País.

## 2. NOTAS HISTÓRICAS SOBRE O CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL

Como é de conhecimento relativo, o mercado de *venture capital* e *private equity* brasileiro (maior utilizador das estruturas de *funding* em sociedades por meio de contrato de mútuo conversível) se utiliza, com evidente frequência, de estruturas jurídicas de investimento e aquisição (primária e secundária) anglo-saxãs, notadamente norte-americanas, que são importadas e internalizadas no ordenamento interno brasileiro de forma análoga, seguindo as previsões contratuais tipicamente do sistema do *common law*, o que acaba por trazer como fonte (primária) de nosso direito a interpretação dos tribunais.

Não de forma diferente é o caso do Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária.

A estrutura do referido negócio jurídico se baseia na *convertible note* criada e existente no ordenamento jurídico dos Estados Unidos da América e que é utilizada para representar um direito de crédito de titularidade de um investidor, que tem como propósito maior converter o seu direito de crédito em participação societária em sociedade investida, isso de acordo com critérios livremente pactuados em contrato escrito.

Essa estrutura de dívida, anglo-saxã, é usualmente vista fora do Brasil, igualmente em sistemas do *common law*, como poderá ser visto no item 2.1.

### 2.1. A *convertible note* na experiência internacional

Spencer Williams, professor da *Stanford Law School*, registra que essas estruturas de dívida conversível, notadamente as *convertible notes*, representam um investimento de *quase-capital*<sup>4</sup>, apresentando cláusulas típicas (de um instrumento de dívida), como taxas de juros (*interest rate*), quantia arrecadada (*amount raised*) – quando ocorre uma sindicalização do *funding* –, prazo de vencimento (*maturity date*), conversão (*conversion*), mandato para exercício de opção de compra (*warrants*), garantia (*collateral*), subordinação dos interesses do credor em detrimento da companhia (*subordination*), reembolso múltiplo em caso de restituição do mútuo por parte da companhia (*repayment multiple*) e financiamento em etapas (*staged*

---

<sup>4</sup> “Debt in the venture financing context is typically convertible to equity and therefore debt venture financings can be thought of as quasi-equity investing”. Numa tradução livre, a “dívida no contexto de financiamento de risco é normalmente conversível em capital e, portanto, os financiamentos de risco de dívida podem ser considerados como investimento de quase-capital” (WILLIAMS, Spencer. *Venture Capital Contract Design: An Empirical Analysis of the Connection Between Bargaining Power and Venture Financing Contract Terms*. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, v. 23, n. 1, 2017. Disponível em: [https://law.stanford.edu/wp-content/uploads/2018/01/Venture-Capital-Contract-Design\\_-An-Empirical-Analysis-of-the-Co.pdf](https://law.stanford.edu/wp-content/uploads/2018/01/Venture-Capital-Contract-Design_-An-Empirical-Analysis-of-the-Co.pdf). Acesso em: 29 set. 2021.

*financing*), alertando, ainda, o referido professor que as estruturas de dívida são bem menos estudadas em *corporate finance* do que as estruturas de *equity*, mas que possuem papel importante no cenário de financiamento de risco.

Concordamos integralmente com o referido autor. De fato, é muito mais complexo e interessante o estudo, dentro dos princípios do *corporate finance*, das estruturas de *equity* (capital social) do que as estruturas de dívida conversível (ou como Spencer William as qualifica: *quasi-equity*), como um verdadeiro mecanismo (ponte) de capitalização de sociedades – que, em manifestação unilateral do investidor e a depender de certos mecanismos contratados, converte-se uma dívida em capital social (*equity*), com todo o elã que o tema provoca – e que aqui abordaremos.

Sobre a *convertible note*, utilizada fundamentalmente em investimentos de *venture capital* nos Estados Unidos da América, John F. Coyle e Joseph M. Green, professores da *University of North Carolina School of Law* e da *Central Michigan University – College of Business Administration*, assim ensinam:

*Historically, the primary purpose of the convertible note in venture finance was to serve as a “bridge” between one round of venture financing and the next. A convertible note, as the name suggests, is a debt instrument that may be converted into equity. The convertible note pays interest, has a formal maturity date, gives the holder priority over equity holders, and puts the holder on an equal footing with other unsecured debt holders and trade creditors in liquidation. In contrast to straight debt, however, convertible notes may be converted into common stock or preferred stock, thereby giving the holder a chance to participate in the upside if a company ultimately achieves a successful exit<sup>5</sup>.*

Nos Estados Unidos da América, como pontuam os citados professores, as *convertible notes* serviram, inicialmente, como uma espécie de (empréstimo) ponte para alguma rodada de investimento (maior) seguinte.

Ou seja, o investidor costumava celebrar um negócio jurídico representativo de uma dívida – recebendo juros, fixando data de vencimento, ficando em prioridade na relação de credores em caso de o negócio investido passar por uma crise econômico-financeira em detrimento dos próprios sócios –, que seria convertida em capital social quando ocorresse uma

---

<sup>5</sup> COYLE, John F.; GREEN, Joseph M. Contractual Innovation in Venture Capital. *Hastings Law Journal*, v. 66, 2014. p. 151. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2417431&download=yes](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2417431&download=yes). Acesso em: 15 out. 2021.

Em tradução livre: “Historicamente, o objetivo principal da nota conversível no financiamento de risco era servir como uma ‘ponte’ entre uma rodada de financiamento de risco e a seguinte. Uma nota conversível, como o nome sugere, é um instrumento de dívida que pode ser convertido em ações. A nota conversível paga juros, tem uma data de vencimento formal, dá ao detentor prioridade sobre os acionistas e coloca o detentor em pé de igualdade com outros detentores de dívida não garantida e credores comerciais em liquidação. Em contraste com a dívida direta, no entanto, as notas conversíveis podem ser convertidas em ações ordinárias ou preferenciais, dando, assim, ao detentor a chance de participar do lado positivo se a empresa finalmente conseguir uma saída bem-sucedida”.

rodada de investimento posterior, com precificação da sociedade investida em valor maior do que quando tivesse recebido o empréstimo *bridge*.

Ainda segundo Coyle e Green, na realidade das sociedades *early stage*, nos Estados Unidos, a *convertible note* se justificaria como um empréstimo ponte em duas situações: a primeira, se os investidores confiam que a empresa é capaz de alcançar um marco importante que somente é atingível caso possua ainda meses adicionais de “pista”, e, atingindo esse marco, por sua vez, permite, então, que a empresa levante capital de novos investidores; e, a segunda, se os investidores e fundadores estão tentando vender uma empresa em dificuldades e precisam de fundos adicionais para continuar operando enquanto encontram um comprador e negociam a venda da empresa, com vistas a maximizar valor, o que chamam de *going-concern value* (especificamente de *going-concern surplus*<sup>6</sup>) os autores americanos Douglas G. Baird e Robert K. Rasmussen, professores, respectivamente, da *University of Chicago Law School* e da *University of Southern California Law School*, e que pode ser verificado nos casos do *Chapter 11 do Bankruptcy Code* dos Estados Unidos da América.

No Brasil, particularmente, um *funding* via dívida conversível pode ter ambos os propósitos. Pode servir para que a sociedade investida, ao cumprir o fim social em execução de seu planejamento estratégico, consiga, ao se relacionar no mercado, adquirir direitos e assumir obrigações em proporção positiva para os direitos – claro! –, e, com isso, ganhe valor para uma próxima rodada de investimento; pode servir também para que a empresa em crise consiga sobreviver no mercado e ser adquirida ainda em operação, maximizando o seu valor (exatamente o *going-concern surplus* de Baird e Rasmussen), em vez de ocorrer a simples venda de seus ativos, i.e., a venda de um ativo isolado (LREF, art. 66) ou de uma Unidade Produtiva Isolada – UPI (LREF, arts. 66 e 66-A), inclusive como meio para recuperação da empresa.

Entretanto, no Brasil, tem outro propósito, que não se verifica nos Estados Unidos, particularmente.

Aqui, o Contrato de Mútuo Conversível em Participação é alternativa existente, válida e eficaz contra as dívidas bancárias com juros altíssimos e contra um mercado de capitais de difícil acesso e quase que integralmente disponível apenas para o tipo societário anônimo – que se presta, essencialmente, aos grandes empreendimentos no País.

---

<sup>6</sup> BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. The End of Bankruptcy. *Stanford Law Review*, v. 55, 2002-2003, p. 758. Disponível em: [https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2045&context=journal\\_articles](https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2045&context=journal_articles). Acesso em: 7 dez. 2021.

Therese H. Maynard e Dana M. Warren, professores da *Loyola Law School*, em Los Angeles, na obra *Business Planning: Financing the Start-Up Business and Venture Capital Financing*, ensinam sobre as dívidas conversíveis como mecanismo de capitalização de sociedades, em evidente semelhança aos investimentos de dívida conversível que ocorrem no Brasil:

*A possible alternative to common stock is a hybrid debt and equity security. An example of such an instrument is convertible debt, which is a loan whose outstanding balance can be converted into common or preferred stock, instead of being repaid in cash, at the investor's discretion. A convertible debt security gives the investor the higher priority of a debt holder (in the event of the company fails) and the ability to charge an interest rate, while giving it the right to exchange the security for a defined number of shares of stock to take advantage of the equity upside. Convertible debt, however, does not avoid the company's problem of having to make payments on the loan and, in fact, that problem is compounded for the investor by the fact that, as it is repaid, the equity opportunity disappears with the diminishing outstanding debt. Convertible debt presents the investor with the ongoing dilemma of deciding whether to take the repayment money and maintain the higher priority of holding a debt instrument, or decline the payments and convert the balance due into higher risk stock. In addition, having a security that combines the priority of debt (i.e., lower risk) with the upside of equity (i.e., potentially greater return) would suggest that the price should be relatively high. In general, convertible debt is disfavored by start-up companies because some payment stream is usually required, while investors are wary because it does not avoid the fundamental structural limitation of debt noted earlier in this discussion and the size of the equity component never seems sufficient to overcome that limitation<sup>7</sup>.*

Nesse mesmo sentido, Richard A. Brealey, Stewart C. Myers e Franklin Allen, respectivamente, professores da *London Business School*, da *Massachusetts Institute of Technology* e da *University of Pennsylvania*, ensinam que, em tradução livre, um título de dívida conversível “é equivalente a uma dívida direta com a opção de adquirir ações ordinárias. Quando os credores exercem a opção, eles não recebem o recurso de volta; em vez disso, eles

---

<sup>7</sup> MAYNARD, Therese H; WARREN, Dana M. *Business Planning: Financing the Start-Up Business and Venture Capital Financing*. Wolters Kluwer Law & Business: 2010. p. 431.

Em tradução livre: “Uma possível alternativa às ações ordinárias é um título híbrido de dívida e patrimônio líquido. Um exemplo de tal instrumento é a dívida conversível, que é um empréstimo cujo saldo em aberto pode ser convertido em ações ordinárias ou preferenciais, em vez de ser reembolsado em dinheiro, a critério do investidor. Um título de dívida conversível dá ao investidor a maior prioridade de um detentor de dívida (no caso de falência da empresa) e a capacidade de cobrar uma taxa de juros, dando-lhe o direito de trocar o título por um número definido de ações para tirar proveito do lado positivo do patrimônio líquido.

A dívida conversível, no entanto, não evita o problema da empresa de ter que fazer os pagamentos do empréstimo e, de fato, esse problema é agravado para o investidor pelo fato de que, à medida que é reembolsado, a oportunidade de patrimônio líquido desaparece com a diminuição da dívida pendente. A dívida conversível apresenta ao investidor o dilema contínuo de decidir se aceita o dinheiro de reembolso e mantém a prioridade mais alta de manter um instrumento de dívida, ou declina os pagamentos e converte o saldo devido em ações de maior risco. Além disso, ter um título que combina a prioridade da dívida (ou seja, menor risco) com o lado positivo do patrimônio líquido (ou seja, um retorno potencialmente maior) sugere que o preço deve ser relativamente alto. Em geral, a dívida conversível é desfavorecida para *startups* porque algum fluxo de pagamento é geralmente necessário, enquanto os investidores estão cautelosos porque não evita a limitação estrutural fundamental da dívida observada anteriormente nesta discussão e o tamanho do componente de capital nunca parece suficiente para superar essa limitação”.

desistem dos seus títulos em troca de ações”<sup>8</sup>. No Brasil, particularmente, não se desiste dos seus títulos. Há uma verdadeira “novação” da relação jurídica anterior.

Ainda sobre as *convertible notes*, porém agora na Austrália, vejamos o que ensinam Darren Magennis, professor da *University of Western Sidney*, e Edward Watts e Sue Wright, professores da *Macquarie University*:

*Convertible notes are found to have an amalgam of debt and equity characteristics rather than being simply a substitute for equity (as suggested by Stein (1992)) or a substitute for debt (Brigham (1966)).*

(...)

*In this way, convertibles could be viewed as a “ready-made” capital structure. A single convertible note issue may be a simpler and cheaper alternative to separate debt and equity issues to achieve a desired mix of debt and equity in the issuer’s balance sheet*<sup>9</sup>.

Os autores referidos, acertadamente, apontam como se houvesse na *convertible note* um amálgama de especificidades de *dívida* e de *capital social*, em vez de características isoladas. Daí, no Brasil, com o que concordamos e trataremos oportunamente, o Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária é, manifestamente, negócio jurídico híbrido, que depende, necessariamente, do exercício subjetivo de um direito unilateral do investidor/mutuante, possuindo a carga de *quase-capital*, como bem ensina o professor americano Spencer Williams.

Fato é que a experiência das estruturas de dívida conversível em participação utilizadas nos países de origem anglo-saxã, como Estados Unidos da América e Austrália, serve – e tem servido – como paradigma para internalizar no ordenamento brasileiro diversas figuras de investimento (primário, por meio de subscrição e integralização de capital social, e secundário, por meio de compra e venda de participação) em sociedades, o que, inclusive, aconteceu com a debênture conversível em participação nas Companhias, que passou a ser regida pelo art. 52 e seguintes da Lei das Sociedades por Ações.

---

<sup>8</sup> BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. *Principles of Corporate Finance*. 11<sup>th</sup> ed. New York: The McGraw Hill, 2014. p. 617.

<sup>9</sup> MAGENNIS, Darren; WATTS, Edward; WRIGHT, Sue. *Convertible Notes: the debt versus equity classification problem*. p. 15. Disponível em: [https://www.academia.edu/27147635/Convertible\\_notes\\_the\\_debt\\_versus\\_equity\\_classification\\_problem](https://www.academia.edu/27147635/Convertible_notes_the_debt_versus_equity_classification_problem). Acesso em: 29 set. 2021.

Em tradução própria: “As notas conversíveis apresentam um amálgama de características de dívida e capital social, em vez de serem simplesmente um substituto para o capital social (sugerido por Stein (1992)) ou um substituto para a dívida (Brigham (1966)).

(...)

Dessa forma, os conversíveis podem ser vistos como uma estrutura de capital ‘pronta’. Uma única emissão de nota conversível pode ser uma alternativa mais simples e mais barata para separar as emissões de dívida e patrimônio para obter uma combinação desejada de dívida e patrimônio no balanço do emissor”.

Ainda neste particular, partiu-se de uma experiência inglesa, no mercado financeiro, da criação da *debentur*, que depois foi importada para o Brasil. Como será visto oportunamente, a debênture possui natureza jurídica de mútuo, assim como ocorre nos Estados Unidos da América, que terá suas condições de emissão previstas em escritura própria. Trataremos das debêntures em capítulo próprio.

### 3. IMPORTÂNCIA ECONÔMICA DO MÚTUO CONVERSÍVEL

O Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária traz efetivo dinamismo para o contexto empresarial nacional, na medida em que possibilita a capitalização das sociedades empresárias, dos mais variados portes, por meio de dívidas conversíveis de curto, médio ou longo prazo, com taxas de juros mais vantajosas que as praticadas pelas instituições financeiras no país – que não se submetem ao limite de cobrança de juros legais, nos termos da Súmula 596<sup>10</sup> do Supremo Tribunal Federal – de forma rápida e desprovida de instrumentos de garantia usualmente exigidos pelas instituições bancárias. Vejamos.

#### 3.1. Do desenvolvimento econômico nacional provocado pela capitalização das sociedades de tipos maiores através de instrumentos de dívida conversível

O uso de Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, que, ao menos em tese, dispensa convocação prévia de deliberação de sócios<sup>11</sup> para a sua celebração<sup>12</sup>, seja por meio de reunião ou de assembleia, por sua objetividade, fornece um instrumento efetivo de capitalização de quaisquer sociedades (empresárias, não se aplicando para as sociedades simples do parágrafo único do art. 966 do Código Civil).

Esse é o mesmo racional visto nos Estados Unidos da América, onde igualmente, em tese, o levantamento de capital por meio de dívidas dispensa, inclusive, a necessidade de aprovação dos sócios.

Vejamos, com isso, o que nos ensinam James D. Cox e Thomas Lee Hazen, professores da *Duke University* e da *University of North Carolina at Chapel Hill*, respectivamente:

*Debt obligations are issued against the corporation's actual or prospective earning power even more than against its assets. The power to issue bonds and other debt obligations is not dependent, as stock issues are, on express authorization by the corporate charter. Debt financing thus provides more flexibility because there generally is no need for prior shareholder approval*<sup>13</sup>.

<sup>10</sup> Súmula 596: “As disposições do Decreto 22.626/33 não se aplicam às taxas de juros e aos outros encargos cobrados nas operações realizadas por instituições públicas ou privadas, que integram o sistema financeiro nacional”.

<sup>11</sup> Diz-se em tese em razão de o ato constitutivo de determinada sociedade investida poder prever a necessidade de deliberação prévia de seus sócios para tomada de dívida – inclusive, acima de um determinado valor, em complemento, assim, às matérias deliberativas previstas no art. 1.071 do Código Civil, além dos arts. 136 e 142 da Lei das Sociedades por Ações.

<sup>12</sup> Não estamos contemplando aqui a hipótese de exercício da conversão. Caso exercido o direito subjetivo à conversão, deliberação social precisará ocorrer para formalizar a emissão de novas frações de capital, subscritas pelo investidor e integralizadas por compensação do direito de crédito com a obrigação de integralização das frações de capital subscritas, conforme será visto nos itens 7.1.1.1 e 7.1.1.2, *infra*.

<sup>13</sup> COX, James D.; HAZEN, Thomas Lee. *Business Organizations Law*. Third Edition. Thomson Reuters, 2011. p. 532.

O levantamento de capital por parte de sociedades por meio de dívidas desprovidas de maiores formalidades permitirá que elas implementem seus respectivos planos de negócio, de expansão, planejamentos estratégicos, contratando novas obrigações, titularizando novos direitos, o que, por óbvio, fomenta a circulação de riquezas, o recolhimento de tributos, a contratação de novos funcionários, ou seja, contribui, sobretudo, para o desenvolvimento econômico do País.

É o que defende Otávio Yazbek, em artigo que trata da modernização do regime das debêntures e da criação de um mercado de dívida de longo prazo no Brasil, que tomamos como empréstimo para a presente dissertação, já que o mútuo conversível em participação societária guarda e mantém a natureza jurídica (de mútuo) das debêntures:

O primeiro e mais óbvio deles reside na importância – já há muito destacada – do desenvolvimento de um mercado de títulos de dívida privada para um país como o Brasil. Pode-se afirmar que, na atualidade, existe uma ampla combinação de fatores militando por tal desenvolvimento. Deve-se levar em conta, neste sentido, o movimento de progressiva queda das taxas de juros, as relevantes necessidades de investimento de longo prazo e em infraestrutura, o correspondente reconhecimento das limitações dos instrumentos de que dispõe o BNDES e o reconhecimento da inadequação dos mecanismos típicos de financiamento bancário (a despeito dos esforços para o alongamento dos prazos dos empréstimos).

(...)

Em suma, (i) há necessidades a serem atendidas pelo advento de um mercado de dívida privada, (ii) as fontes de recursos existentes ou são inadequadas ou atendem a necessidade distintas e (iii) importantes empecilhos, aparentemente, estão tendo seu peso reduzido<sup>14</sup>.

Pelo fato de ser um instrumento possível de ser celebrado fora do contexto das entidades integrantes do sistema financeiro, contribui-se para a desconcentração da atividade financeira e a desmonopolização da atividade bancária, o que acarreta a contratação de mútuos conversíveis em respeito aos juros legais.

Neste particular, merece esclarecer que, para o caso de Mútuo Bancário, não há a limitação do art. 406 do Código Civil, o que será visto mais adiante.

Portanto, através do Contrato de Mútuo Conversível em Participação, pode-se celebrar um negócio jurídico de dívida conversível (i) célere; (ii) com taxas de juros, nominais e reais,

---

Em tradução livre: “As obrigações de dívida são emitidas contra o poder aquisitivo real ou potencial da empresa, ainda mais do que contra seus ativos. O poder de emitir bons e outras obrigações de dívida não depende, como as emissões de ações, de autorização expressa do contrato social. O financiamento de dívidas, portanto, oferece mais flexibilidade porque geralmente não há necessidade de aprovação prévia dos acionistas”.

<sup>14</sup> YAZBEK, Otávio. A modernização do regime das debêntures e a criação de um mercado de dívida de longo prazo no Brasil. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coord.). *Direito empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 565.

mais vantajosas (portanto, mais barato); (iii) de curto, médio ou longo prazo; (iv) mais simples; e (v) sem as burocracias costumeiramente exigidas pelas instituições financeiras em relação, por exemplo, às garantias reais.

### **3.2. A simplificação do processo de captação de dívida conversível em *equity*. O paradigma brasileiro das debêntures conversíveis. A dificuldade de acesso ao mercado de capitais**

A Sociedade Anônima é a sociedade por excelência. Visa viabilizar empreendimentos de maior complexidade e capitalizar a sociedade mediante emissão de seus mais variados valores mobiliários, a exemplo da ação (maior valor mobiliário de uma sociedade anônima) – *equity* – e da debênture – *debt*.

Nesse particular, nos termos da Lei 6.404/1976, a Companhia poderá emitir debêntures, que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado (LSA, art. 52).

Trata-se de uma alternativa à tomada de crédito por parte da Companhia junto às instituições financeiras e à emissão de novas ações, com as repercussões próprias previstas no art. 170 e seus parágrafos da LSA – as quais, basicamente, tratam das regras para aumento de capital social e dos critérios para fixação do preço de emissão das novas ações.

A relação criada entre Companhia e debenturistas é, essencialmente, uma relação jurídica de mútuo, ou seja, de empréstimo de coisas fungíveis; na realidade das debêntures a coisa fungível é, unicamente, dinheiro, obrigando-se a Companhia emissora (devedora) a restituir ao debenturista (investidor) o que dele recebeu em dinheiro com os consectários remuneratórios contratados na respectiva escritura de emissão, representando a debênture uma fração desse mútuo maior, a semelhança – mas com as devidas ressalvas – do que se refere à ação em relação ao seu capital social.

Sobre a relação jurídica entre companhia e debenturista, vejamos o que nos ensina Tavares Borba:

A relação fundamental da qual deriva a série de debêntures é quase sempre um mútuo, sendo cada debênture um título representativo de uma fração desse mútuo. Assim, embora cada debênture, de *per se*, seja um título autônomo, há uma evidente vinculação, sob diversos ângulos, aos demais títulos da mesma série ou emissão, principalmente no que concerne a privilégios, garantias e comunhão de interesses, constituindo essa vinculação uma de suas características mais marcantes<sup>15</sup>.

Nesse mesmo sentido, vejamos o que nos ensina Fran Martins:

---

<sup>15</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 12. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 281-282.

Os empréstimos contraídos pelas sociedades, mediante a emissão de *debêntures*, são uma modalidade especial do contrato de mútuo, operando-se através de apelo ao público. As sociedades figuram como mutuárias, oferecendo aos que desejam emprestar-lhes dinheiro, vale dizer, aos mutuantes, um título representativo da parcela, tendo esse nome de *debênture*<sup>16</sup>.

Esse é o mesmo ponto visto no Direito norte-americano. Segundo James D. Cox e Thomas Lee Hazen, professores da *Duke University* e da *University of North Carolina at Chapel Hill*, respectivamente:

*Bonds or debentures are essentially promissory notes with more elaborate provisions than the ordinary commercial loans. They are generally long-term, but in times of fluctuating interest rates shorter-term instruments are not uncommon. Despite its existence as a corporate debt, the longer-term instrument has led to the view of bondholders as "joint heirs in the corporate fortunes-participants in the success or failure who have been given preferential rights in the common hazard"*<sup>17</sup>.

Para que as *debêntures* sejam emitidas, deve-se, nos exatos termos do que restou deliberado em Assembleia Geral Extraordinária – órgão societário competente para autorização de sua emissão (LSA, arts. 59 e 122, IV) –, firmar uma escritura de emissão, na qual constarão os direitos conferidos pelas *debêntures*, suas garantias e demais cláusulas ou condições (LSA, art. 61), incluindo se elas são conversíveis em ações ou não.

Emitidas as *debêntures* e subscritas pelos debenturistas, passarão estes a deter um direito de crédito, recebendo, assim, os juros remuneratórios, a participação nos lucros e o prêmio de reembolso, com a faculdade de ter seus títulos convertidos em ações da Companhia emitente (investida), tudo de acordo com o que restou autorizado em Assembleia Geral Extraordinária (LSA, art. 59, VII).

Nesse sentido, vejamos o que nos ensinam Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques:

As *debêntures* emitidas com a cláusula de conversibilidade em ações asseguram a seu titular a faculdade de ter os seus títulos convertidos em ações da companhia emitente, nas condições estabelecidas na escritura de emissão. Confere-se ao debenturista, assim, a opção de conservar a participante da sociedade, mediante a conversão das *debêntures* em ações.

<sup>16</sup> MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial: contratos e obrigações comerciais*. 19. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. p. 258.

<sup>17</sup> COX, James D.; HAZEN, Thomas Lee. *Business Organizations Law*. Third Edition. Thomson Reuters, 2011. p. 534.

Em tradução livre: “Títulos de crédito ou *debêntures* são essencialmente notas promissórias com disposições mais elaboradas do que empréstimos comerciais comuns. Geralmente são de longo prazo, mas em tempos de taxas de juros flutuantes, os instrumentos de curto prazo não são incomuns. Apesar de sua existência como uma dívida corporativa, o instrumento de longo prazo levou à visão dos detentores de títulos como ‘herdeiros conjuntos nas fortunas corporativas – participantes no sucesso ou fracasso que receberam direitos preferenciais no risco comum”.

As bases de conversão, a espécie e a classe das ações em que poderá ser convertida, o prazo ou a época para o exercício do direito à conversão e as demais condições a que a conversão fique sujeita deverão estar estipuladas na escritura de emissão (artigo 57 da Lei das S.A.).

(...)

Em síntese, vislumbram-se nas debêntures conversíveis dois direitos: o de crédito e o de subscrição de ações da companhia emissora<sup>18</sup>.

Sobre os motivos que ensejam a emissão de debêntures conversíveis, vejamos o que ensina João Vitor Ordones da Costa Cruz:

A utilização de debêntures conversíveis em ações como instrumento de captação para as sociedades incipientes exige a cuidadosa ponderação dos interesses embutidos na estrutura que se deseja operacionalizar. As vantagens proporcionadas pelo instrumento garantem uma maleabilidade essencial para a organização dos direitos e deveres de cada parte no investimento.

De início, passando pelos atrativos que esse instrumento traz em face às ações, destaca-se que o retorno do investimento em *equity*, em regra, deverá ocorrer apenas quando a sociedade estiver lucrativa, via distribuição de dividendos, ou com sua valorização, através de alienação ou liquidação de ações detidas. (...)

Outro direito objeto de negociação, desta vez de natureza política, é a possibilidade de delegar aos detentores de debêntures, reunidos e assembleia geral de debenturistas, o poder para votar determinadas deliberações de relevante interesse social, como costuma-se fazer com a aprovação das chamadas de capital.

Ainda, importante destacar que a própria lei já confere algumas prerrogativas aos detentores das debêntures que possibilitam a defesa de seus direitos patrimoniais. Exemplo é o direito previsto no art. 174, § 3º, da Lei 6.404/76, que atribui aos debenturistas, reunidos em assembleia geral de debenturistas, a capacidade de vetar a redução de capital da companhia, quando contrária a seus interesses.

(...)

São esses, dentre outros vários motivos casuísticos, que tornam as debêntures conversíveis interessantes para investidores que busquem um arcabouço jurídico que lhes garanta a possibilidade de realizar aportes em troca de direitos patrimoniais e políticos ao menos equiparáveis com os de acionistas, sem que, ao mesmo tempo, perca a proteção em relação aos passivos da *target*<sup>19</sup>.

Aqui cabe um parêntese. O direito previsto no art. 174, § 3º, da LSA, conforme ensinado anteriormente por João Vitor Ordones da Costa Cruz, o qual confere aos debenturistas, reunidos em assembleia especial, o direito de vetar a redução de capital da companhia, quando contrária a seus interesses, pode igualmente ser contratado no Contrato de Mútuo Conversível, em respeito à autonomia plena da vontade das partes, conferindo tal prerrogativa igualmente ao mutuante/investidor.

Entretanto, a cada elemento que aproxima uma relação de crédito (própria de mútuo) de uma efetiva relação societária acarreta riscos de caracterização de uma sociedade em comum

<sup>18</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcos de Freitas, apud REIS, Edgar Vidigal de Andrade. *Startups: análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil*. São Paulo: Almedina, 2018. p. 101.

<sup>19</sup> CRUZ, João Vitor Ordones da Costa. Emissão privada de debêntures conversíveis como mecanismo de mitigação de risco. In: GONTIJO, Bruno Miranda; VERSIANI, Fernanda Valle (coord.); CRUZ, João Vitor O. da Costa; PENNA, Thomaz Murta (org.). *Direito societário e mercado de capitais*. Belo Horizonte: D'Plácido, 2018. p. 69-72.

entre empreendedores da sociedade mutuária e o ente mutuante/investidor, ao nosso sentir. Essa talvez seja a maior repercussão da contratação de um mútuo conversível com outorga de direitos políticos (próprios de sócio) aos mutuantes (credores), como será visto oportunamente no presente trabalho.

Como é de conhecimento meridiano e da própria tecnologia jurídica, para emissão das debêntures, basicamente, a emitente deve: a) ser uma sociedade anônima, apesar, atualmente, da grande discussão sobre a possibilidade de as sociedades limitadas emitirem debêntures, o que será tratado, brevemente, em item próprio; b) realizar uma assembleia geral extraordinária para autorizar sua emissão, que, por óbvio, deverá respeitar os ritos de convocação, de instalação e de deliberação para sua validade; c) arquivar, no registro do comércio, e publicar da ata da assembleia geral, ou do conselho de administração, que deliberou sobre a emissão (LSA, art. 62, I); e d) firmar uma escritura de emissão, que deve ser inscrita no Registro do Comércio (LSA, art. 62, II). Pode ainda ter outros requisitos se as debêntures, por exemplo, tiverem garantia (LSA, art. 62, III).

A partir dos requisitos para emissão de debêntures, emití-las pode representar um caminho longo e custoso para sociedades de menor e médio porte, inclusive podendo representar uma demora para recebimento e emprego de capital de terceiros para fazer cumprir seu planejamento estratégico ou, até mesmo, manter a empresa (em crise econômico-financeira).

Assim, o Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária é uma alternativa para captação de dívida conversível em participação, que pode ser firmado por qualquer tipo societário, sem necessidade, *a priori*, de deliberação de sócios – sendo recomendável a anuência de todos, em razão da manifestação prévia da futura cessão do direito de preferência para a subscrição do aumento de capital social, na proporção do número de frações (quotas ou ações) de capital social que possuem, nos termos do art. 171 da Lei das Sociedades por Ações, para as sociedades anônimas, e do art. 1.081, § 2º, do Código Civil, para as sociedades limitadas, isso decorrente do exercício do direito de conversão do crédito em participação societária. Aqui, igualmente, impõe salientar que tal anuência dos sócios da sociedade investida/devedora não tem o condão de transformar a classificação do contrato de mútuo conversível de contrato bilateral em contrato plurilateral, a nosso sentir, já que a relação jurídica inicial é apenas de crédito e débito, como veremos oportunamente.

Além disso, dispensa atos de registro em Registro Público de Empresas Mercantis, a cargo das Juntas Comerciais (CC, art. 1.150).

Por poder ser firmado pelas Sociedades Limitadas, permite que as mutuárias/investidas continuem sendo regidas pelo Simples Nacional, o que não é possível para as sociedades anônimas, conforme previsão do art. 3º, § 4º, X, da Lei Complementar 123/2006.

Nesse sentido, vejamos o que entende Edgar Vidigal de Andrade Reis:

Há algumas razões bem relevantes para optar pela realização do investimento por meio do mútuo conversível em participação societária.

A primeira a ser mencionada é tributária. Uma parte relevante das *startups* é constituída na forma de sociedade limitada e beneficiam-se do regime tributário do Simples Nacional. Como já dito anteriormente (ao tratar dos pontos de atenção do investimento por obtenção de participação societária, na subseção 4.1.1.), as sociedades que têm sócias pessoas jurídicas são vedadas de usufruir desse regime. Dessa forma, nesse ponto o investimento por meio de instrumento de mútuo conversível aparece como uma excelente alternativa em relação à obtenção de participação societária, visto não haver limitações para as startups, ao utilizarem desse instrumento, continuarem valendo-se do regime tributário do Simples Nacional<sup>20</sup>.

Importa ainda registrar que é reconhecidamente difícil o acesso ao mercado de capitais, notadamente por parte das sociedades limitadas e das sociedades em estágio inicial, que precisam de recursos investidos de longo prazo. A elas, entretanto, só seriam possíveis a emissão de valores mobiliários distribuídos com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados (em razão da autonomia da vontade das partes), nos termos da Instrução CVM 476/2009, conforme alterada.

Os próprios Anexos 7-A e 8 da referida instrução normativa, que tratam, respectivamente, das (i) informações do início da oferta pública de valores mobiliários distribuída com esforços restritos e das (ii) informações do encerramento da oferta pública de valores mobiliários distribuída com esforços restritos, preveem como informação obrigatória o preenchimento do tipo societário emitente, deixando claro, assim, que tal dinâmica de oferta própria do mercado de capitais não está somente limitada às sociedades do tipo próprio do anonimato.

Sobre o acesso das sociedades limitadas ao mercado de capitais, vejamos o que ensinam Marcelo Godke Veiga e Erik Frederico Oioli:

Note-se que, por mercado de capitais não se entende somente as ofertas públicas de valores mobiliários ou o as (sic) negociações no mercado secundário: as ofertas privadas também são operações de mercado de capitais, já que, nelas, as instituições intermediárias não praticam atividade privativa de instituição financeira, mas agem como facilitadores nas distribuições de valores mobiliários<sup>21</sup>.

---

<sup>20</sup> REIS, Edgar Vidigal de Andrade. *Startups: análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil*. São Paulo: Almedina, 2018. p. 99.

<sup>21</sup> VEIGA, Marcelo Godke; OIOLI, Erik Frederico. As sociedades limitadas e os mercados de capitais. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 643.

Em razão da Instrução CVM 578/2016, conforme alterada, atualmente, também se permite aos Fundos de Investimento em Participações (FIPs) a subscrição de valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas.

Entretanto, para as sociedades limitadas, não são fáceis a busca por *funding* de FIPs, a emissão de notas comerciais, conforme dicção da recente norma prevista no art. 46 prevista na Lei 14.195/2021, a emissão de CCBs, a contratação de investimentos coletivos (Lei 6.385/1976, art. 2º, IX) e demais formas de levantamento de recursos próprias do mercado de capitais (como a própria emissão de debêntures), operações essas que, inclusive, estão previstas na Instrução CVM 480/2009, conforme alterada, que prevê em seu art. 33 que os emissores que emitam exclusivamente notas comerciais e cédula de crédito bancário – CCB, para distribuição ou negociação pública, podem se organizar sob a forma de sociedade limitada.

O tempo das coisas na atividade empresária é divisor de águas para o sucesso ou o insucesso de algo. Como Benjamin Franklin, por aforismo, disse ainda no século XVIII: “*Time is money*”.

Fato é que o mercado de capitais, que é de complexo acesso, não é, essencialmente, voltado para as sociedades limitadas, de sorte que suas operações não foram ordinariamente idealizadas para outros tipos societários que não o da sociedade anônima.

### **3.3. O mútuo conversível como mecanismo de proteção ao investidor**

Como sabido e ressabido, em consagração ao princípio da autonomia patrimonial, a pessoa jurídica é, como efeito derivado da personalização decorrente dos arts. 45<sup>22</sup> e 985<sup>23</sup> do Código Civil, outro ente sujeito de direitos e de obrigações, com vontade própria (formada pelo controle social), que não se confunde com a pessoa dos sócios, segregando-se, assim, o patrimônio entre o da sociedade e o dos seus sócios.

Vejamos, nesse sentido, o que nos ensina André Luiz Santa Cruz Ramos:

A principal consequência da personificação das sociedades é o reconhecimento da sociedade como sujeito de direitos, ou seja, como ente autônomo dotado de

---

<sup>22</sup> “**Art. 45.** Começa a existência legal das pessoas jurídicas de direito privado com a inscrição do ato constitutivo no respectivo registro, precedida, quando necessário, de autorização ou aprovação do Poder Executivo, averbando-se no registro todas as alterações por que passar o ato constitutivo.”

<sup>23</sup> “**Art. 985.** A sociedade adquire personalidade jurídica com a inscrição, no registro próprio e na forma da lei, dos seus atos constitutivos (arts. 45 e 1.150).”

personalidade distinta da pessoa dos seus sócios e com patrimônio também autônomo, que não se confunde com o patrimônio dos sócios.<sup>24</sup>

Portanto, o conjunto patrimonial da pessoa jurídica, incluindo ativos e passivos, é de titularidade da própria sociedade empresária inscrita em Registro Público de Empresas Mercantis, a cargo das Juntas Comerciais (CC, art. 1.150), não havendo comunhão do patrimônio desta entre os seus respectivos sócios.

Nesse sentido, vejamos o que nos ensina Fábio Ulhoa Coelho:

Muito embora alguma doutrina ensine o inverso (Correia, 1975:240/251), da personalização da sociedade empresária segue-se a separação dos patrimônios desta e de seus sócios. Os bens integrantes do estabelecimento empresarial, e outros eventualmente atribuídos à pessoa jurídica, são de propriedade dela, e não dos seus membros. Não existe comunhão ou condomínio dos sócios relativamente aos bens sociais; sobre estes os componentes da sociedade empresária não exercem nenhum direito, de propriedade ou de outra natureza. É apenas a pessoa jurídica da sociedade a proprietária de tais bens. No patrimônio dos sócios, encontra-se a participação societária, representada pelas quotas da sociedade limitada ou pelas ações da sociedade anônima. A participação societária, no entanto, não se confunde com o conjunto de bens titularizados pela sociedade, nem com uma sua parcela ideal. Trata-se, definitivamente, de patrimônios distintos, inconfundíveis e incomunicáveis os dos sócios e o da sociedade<sup>25</sup>.

Nesse mesmo sentido, vejamos o que nos ensina Marcelo Barbosa Sacramone:

A personalidade é a aptidão para o ente ser o titular de direitos e sujeito de obrigações na ordem jurídica. A atribuição de personalidade jurídica distingue a sociedade dos sócios que a formaram e permite o surgimento de um novo sujeito jurídico, que possui capacidade de direito, vontade e responsabilidades próprias.

Com base na personalidade, o ente coletivo passa a ser titular de direitos, além de patrimoniais, da personalidade. Possui a proteção jurídica à honra objetiva, como a tutela de sua reputação perante terceiros, ao seu direito à imagem, ao nome etc.<sup>26</sup>.

Como reflexo da personalização das sociedades, os sócios passam a deter responsabilidade subsidiária por obrigações sociais. Quer isso dizer que não podem os credores demandar inicial e diretamente os sócios por passivos contraídos pela sociedade, “senão depois de executados os bens da sociedade e estes tiverem se exaurido”<sup>27</sup>.

Tal responsabilidade subsidiária está consagrada no art. 1.024 do Código Civil, que prevê que “os bens particulares dos sócios não podem ser executados por dívidas da sociedade, senão depois de executados os bens sociais”. É o que se convencionou chamar, especificamente no contrato de fiança, de benefício de ordem (CC, art. 827, parágrafo único).

<sup>24</sup> RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *O direito de empresa no Código Civil – comentários ao livro 2: arts. 966 a 1.195*. Rio de Janeiro: Método, 2011. p. 49.

<sup>25</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. vol. 2, p. 33.

<sup>26</sup> SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Manual de direito empresarial*. São Paulo: Saraiva Educação, 2020. p. 148.

<sup>27</sup> SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Manual de direito empresarial*. São Paulo: Saraiva Educação, 2020. p. 155.

Dessa forma, diante do contexto em que determinado sócio investidor subscreve e integraliza capital nas sociedades de tipos maiores (de responsabilidade limitada, portanto), responderá o sócio, subsidiariamente, pelas obrigações sociais e no limite de sua responsabilidade (“ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas”, nos termos do art. 1º da Lei das Sociedades por Ações, ou “restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social”, nos termos do art. 1.052 do Código Civil), salvo se o veículo societário for utilizado como mecanismo de fraude ou de forma abusiva (CC, art. 50).

Na estrutura de investimento por meio de Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, o mutuante-investidor, até o exercício de seu direito (subjetivo) de conversão, se for o caso, é simplesmente e tão somente credor da sociedade mutuária, não possuindo responsabilidade limitada e subsidiária pelas obrigações sociais.

Representa um investimento de risco, assim, no sentido da evidente possibilidade de “evaporação” do aporte, salvo se, contudo, houver reconhecimento de que havia entre as partes do Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária uma verdadeira sociedade em comum, caso em que “todos os sócios respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais, excluído do benefício de ordem, previsto no art. 1.024, aquele que contratou pela sociedade”, nos termos do art. 990 do Código Civil. É preciso, portanto, cautela ao contratar certos direitos políticos (próprios de sócios) em Contrato de Mútuo Conversível, com vistas a evitar a caracterização de uma sociedade em comum.

É fundamental repisar que a sociedade em comum é, atualmente, a figura societária que contempla a antiga sociedade de fato, que é a possibilidade em questão, i.e., aquela provada sem a necessidade de contrato escrito – como um elemento de eficácia *relativa*, como bem entende Pontes de Miranda –, e a também antiga sociedade irregular, aquela por meio da qual há contrato escrito, mas ainda pendente de registro em órgão próprio.

Merece, nesse sentido, registrar as lições de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França em reconhecida obra sobre o tema:

Conclui-se que a sociedade em comum se configura em três hipóteses (arts. 986 e 987 do Código Civil): a) quando for 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 o 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 sido inscrito no registro próprio)<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *A sociedade em comum*. São Paulo: Malheiros, 2013. p. 122-123.

André Luiz Santa Cruz Ramos assim nos ensina sobre o tema:

Com efeito, a doutrina sempre fez uma distinção entre a sociedade de fato e a sociedade irregular, seguindo a proposta de Waldemar Ferreira. Essa distinção preconiza que a sociedade de fato é aquela que não possui instrumento escrito de constituição, ou seja, não possui um contrato social escrito. Por outro lado, a sociedade irregular é aquela que possui um contrato escrito, mas que não está registrado na Junta Comercial, o que enseja a sua irregularidade. Essa distinção, a rigor, nunca teve muita relevância prática, uma vez que o regime jurídico aplicável a ambas era o mesmo. Diante dessa classificação doutrinária, muitos autores, como afirmamos acima, entendem que a sociedade em comum disciplinada pelo atual Código Civil é, na verdade, apenas uma nova expressão trazida pelo legislador para se referir às sociedades de fato e às sociedades irregulares, expressões antigas consagradas pela doutrina.<sup>29</sup>

Pois bem. Em geral, o direito subjetivo do mutuante-investidor de conversão do seu crédito (mutuado) dependerá, a seu unilateral critério, de condições predeterminadas no contrato de mútuo conversível.

Essas condições (suspensivas), como dito, visam – como um valor axiológico – proteger o mutuante-investidor dos riscos de insucesso do empreendimento investido, especialmente decorrentes da responsabilização subsidiária dos passivos contraídos pela sociedade-mutuária (CC, art. 1.024).

Isso se torna ainda mais preocupante em razão do que foi constatado em recente pesquisa do Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas – Sebrae<sup>30</sup>, que mostra que 1 a cada 4 empresas fecha antes de completar dois anos no mercado. É o chamado “*vale da morte*” pelo qual todas as sociedades *early stage* passam, termo cunhado nos Estados Unidos da América para estudo, em gráfico, do *death valley curve*, período em que a sociedade queima mais fluxo de caixa do que gera de receita (*cash-burn*).

Sobre o risco de responsabilização subsidiária do investidor-mutuante, vejamos o que nos ensinam Erik Frederico Oioli, José Alves Ribeiro Jr. 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<sup>31</sup>.

<sup>29</sup> RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *O direito de empresa no Código Civil – comentários ao livro 2: arts. 966 a 1.195*. Rio de Janeiro: Método, 2011. p. 51-52.

<sup>30</sup> Pesquisa disponível em: <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/sp/bis/entenda-o-motivo-do-sucesso-e-do-fracasso-das-empresas,b1d31ebfe6f5f510VgnVCM1000004c00210aRCRD?codUf=26&origem=estadual>. Acesso em: 03 set. 2021.

<sup>31</sup> OIOLI, Erik Frederico; RIBEIRO JR., José Alves; LISBOA, Henrique. Financiamento da *startup*. In: OIOLI, Erik Frederico. *Manual de direito para startups*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. p. 138.

Giulliano Tozzi Coelho e Luiz Gustavo Garrido, ao tratarem de formatos típicos de capitalização de estruturas societárias, ensinam que “a aquisição de participação direta no capital social de uma sociedade limitada é extremamente arriscado”<sup>32</sup>, com o que concordamos, sobretudo em sociedades de estágio nascente ou de elevada alavancagem para operação, com os evidentes riscos decorrentes do insucesso empresarial. Entretanto, quanto maior o risco, maior deve ser o retorno – i.e., a tão falada relação de “risco e retorno”.

A estrutura (atípica) de investimento por meio da celebração de contrato de mútuo conversível afasta o investidor/mutuante/credor dos riscos de insucesso da sociedade mutuária/investida/devedora, na medida em que o investidor é apenas um credor da sociedade – e não sócio de uma sociedade empresária, que responderia subsidiariamente, com seus bens pessoais, por todos os passivos (tributários, previdenciários, trabalhistas, cíveis, bancários, por exemplo) da sociedade mutuária. É, portanto, negócio jurídico que traz evidente proteção ao investidor/mutuante. O capital é de risco. O que deve estar em jogo, portanto, é a perda do valor mutuado.

Edgar Vidigal de Andrade Reis concorda conosco ao assim vaticinar, deixando claro, entretanto, que a modalidade de subscrição e integralização – o que ele chama de participação direta – pode ser muito mais rentável para o investidor. Aqui, particularmente, discordamos dele, já que um evento de liquidez da mutuária/investida e/ou a declaração ou a distribuição de lucros recorrentes pode(m) ser causa para uma conversão obrigatória do *debt* em *equity*, permitindo, assim, que participe do evento de liquidez – e, portanto, tenha um melhor resultado econômico do que a simples participação nos juros contratados, eventualmente:

Primeiramente, é válido esclarecer que, enquanto, por um lado, no investimento via contrato de mútuo conversível o investidor está, em regra, mais protegido do que na obtenção direta de participação societária da *startup* (por ser um credor e não só um sócio da sociedade enquanto não há a opção pela conversão), por outro lado, o ganho do investidor na modalidade de participação direta pode vir a ser muito maior do que no contrato de mútuo<sup>33</sup>.

E complementa:

Nessa forma de investimento, como o investidor não se torna sócio da sociedade no primeiro momento, em geral o sócio-fundador mantém uma maior autonomia na gestão do negócio em relação ao investimento por aquisição de participação societária.

Por outro lado, ao manter-se fora do quadro societário da *startup*, o investidor mitiga seus riscos de ser responsabilizado por qualquer ação tomada pelo fundador no

<sup>32</sup> CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. *Captação de recursos por startups*. São Paulo: Almedina, 2020. p. 121.

<sup>33</sup> REIS, Edgar Vidigal de Andrade. *Startups: análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil*. São Paulo: Almedina, 2018. p. 95.

negócio antes da conversão da dívida em participação societária e ainda tem a chance de tentar reaver o seu investimento, já que é um credor da sociedade e não um sócio (embora, na prática, quando ocorre esse cenário geralmente a sociedade não possui dinheiro para quitar suas dívidas e o investidor acaba não recuperando o valor investido)<sup>34</sup>.

Portanto, é por sua própria natureza jurídica de dívida que o contrato de mútuo conversível traz mais proteção para o investidor/mutuante, na medida em que não lhe acarreta riscos por responsabilização (limitada e) subsidiária pelas obrigações sociais da mutuária, salvo, entretanto, as hipóteses em que se caracterizar uma sociedade em comum, em razão de um poder de controle do investidor que pode ostentar/contratar em uma sociedade investida *de fato* – isto é, aquela que exerce sua atividade sem prova escrita, como vimos anteriormente, por meio das citações doutrinárias de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e André Luiz Santa Cruz Ramos.

---

<sup>34</sup> REIS, Edgar Vidigal de Andrade. *Startups: análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil*. São Paulo: Almedina, 2018. p. 99.

#### 4. CONCEITO E NATUREZA JURÍDICA DO MÚTUO CONVERSÍVEL

Como previsto no art. 586 do Código Civil, “o mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis. O mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade”.

Esse é o contrato de mútuo civil, típico, por meio do qual o mutuante transfere domínio sobre coisa fungível ao mutuário, que se obriga a restituir em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade. O trataremos, para fins do presente estudo, como mútuo típico ou civil.

À semelhança do que ocorre no Brasil, em Portugal, o mútuo civil, que encontra previsão no art. 1.142º do Código Civil Português, é o contrato “*pelo qual uma das partes empresta à outra dinheiro ou outra coisa fungível, ficando a segunda obrigada a restituir outro tanto do mesmo género e qualidade*”<sup>35</sup>.

Por expressa previsão legal, por meio do contrato de mútuo (típico), transfere-se o domínio da coisa emprestada ao mutuário, por cuja conta correm todos os riscos dela desde a tradição.

Destinando-se o mútuo a fins econômicos, presumem-se devidos juros, os quais, sob pena de redução, não poderão exceder a taxa a que se refere o art. 406<sup>36</sup> do Código Civil, sendo permitida a capitalização anual.

Por fim, o mútuo típico possui prazos de restituição presumidos em Lei, quando não houver convenção das partes a respeito. Essa é a lição que se extrai da norma prevista no art. 592 do diploma legal.

Essa é a estrutura de um contrato de mútuo típico, previsto no Código Civil.

Arnoldo Wald assim nos ensina:

O mútuo é o *empréstimo de coisas fungíveis*, que transfere ao mutuário a propriedade da coisa mutuada, obrigando-o a restituir ao mutuante o que dele recebeu, em coisa do mesmo gênero, quantidade e qualidade, podendo ser *gratuito* ou *oneroso*. Caracteriza-se o mútuo pela translação do domínio, em virtude da qual os riscos da coisa se transferem para o mutuário, cuja obrigação de restituir perdura, mesmo na hipótese de destruição da coisa por força maior ou em virtude de caso fortuito, pois *res perit domino* (o risco pelo perecimento da coisa corre por conta do proprietário), e o gênero presumidamente nunca perece. O mútuo também é chamado empréstimo de consumo, e só pode ser realizado pelo proprietário da coisa mutuada, sob pena de importar em ato nulo para o direito civil e ilícito penal punido como se estelionato fosse (CP, art. 171, § 2º, I), segundo a melhor doutrina<sup>37</sup>.

<sup>35</sup> CORDEIRO, António Menezes. *Direito bancário*. 6. ed. Lisboa: Almedina, 2018. p. 672.

<sup>36</sup> “**Art. 406.** Quando os juros moratórios não forem convencionados, ou o forem sem taxa estipulada, ou quando provierem de determinação da lei, serão fixados segundo a taxa que estiver em vigor para a mora do pagamento de impostos devidos à Fazenda Nacional.”

<sup>37</sup> WALD, Arnoldo. *Direito civil: contratos em espécie*. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. vol. 3, p. 222.

Imperioso ressaltar que *coisa fungível* pode ser dinheiro, possuindo vencimento presumido em 30 dias, pelo menos, nos termos do art. 592, II, do Código Civil, ou produtos agrícolas (safra), possuindo vencimento até a próxima colheita, tanto para o consumo como para a semeadura, conforme expressa previsão do inciso I do já citado art. 592.

O mútuo típico pode ainda ter, como vencimento, o “espaço de tempo que declarar o mutuante, se for de qualquer outra coisa fungível”, conforme inciso III do dispositivo legal ora em comento.

A exemplo do que ocorre no Código Civil brasileiro, vejamos a definição do Código Civil peruano do que, lá, é o contrato de mútuo:

*Art. 1648. Por el mutuo, el mutuante se obliga a entregar al mutuuario una determinada cantidad de dinero o de bienes consumibles a cambio de que se devuelven otros de la misma especie, calidad o cantidad*<sup>38</sup>.

Manuel Miranda Canales, autor peruano, também ensina:

*Dentro de esta definición se encuentran todos sus elementos. Es una definición que encierra las dos clases de mutuo: En dinero y en especie consumible.  
En dinero. – Es el más conocido, el básico, que preside la vida de la colectividad y de las naciones;  
En especie. – Es el préstamo de cosas para devolver, no tiene ya aplicación y generalmente está identificada con la permuta*<sup>39</sup>.

Aqui o autor peruano traz um excelente ponto. Quando o mútuo é de coisa fungível diferente de dinheiro (uma safra, por exemplo) e sua restituição ocorre com coisa de diferente gênero, qualidade e quantidade, na prática, celebrar-se-ia um contrato de permuta, o que tendemos a concordar.

Sendo o empréstimo em dinheiro e ocorrendo, portanto, a sua restituição mediante dação em pagamento (através de outros bens), celebrar-se-ia um contrato de compra e venda – o que não acontece – a rigor<sup>40</sup> – no caso do contrato de mútuo conversível, já que a restituição ocorre com emissão de novas quotas ou ações, emitidas pela sociedade mutuária e subscritas pelo

<sup>38</sup> Em tradução livre: “Art. 1648. Pelo mútuo, o mutuante obriga-se a entregar à mutuária certa quantia em dinheiro ou bens de consumo em troca da devolução de outros da mesma espécie, qualidade ou quantidade”.

<sup>39</sup> CANALES, Manuel Miranda. *Derecho de los contratos: teoría-práctica*. Lima: Ediciones Jurídicas, 2014. p. 203.

Em tradução livre: “Dentro desta definição estão todos os seus elementos. É uma definição que engloba os dois tipos de mútuo: em dinheiro e em bens de consumo.

Em dinheiro. – É o mais conhecido, o básico, que preside a vida da comunidade e das nações;

Em espécie. – É o empréstimo de coisas a devolver, já não tem aplicação e geralmente se identifica com a troca”.

<sup>40</sup> A rigor, já que – por exercício retórico – se poderia admitir que a Companhia com ações em tesouraria poderia dá-las em pagamento ao crédito decorrente de um mútuo. Entretanto, nesta situação, a conversibilidade não levaria à compensação (CC, art. 356 e seguintes), mas sim por dação em pagamento (outra modalidade de extinção de obrigação) (CC, art. 368 e seguintes).

mutuante/investidor (as ações ou quotas ainda não existem, afinal<sup>41</sup>), que as integraliza mediante compensação com o direito de crédito decorrente do mútuo.

Sendo em outra coisa fungível (como uma safra, por exemplo) e ocorrendo a restituição com bens de outra natureza, como orientado pelo autor peruano, estaríamos diante de um negócio jurídico de permuta, através do qual “impõe a obrigação que assumem os contratantes de dar uma coisa em contraposição à entrega de outra, que não seja dinheiro”<sup>42</sup>; nas lições de Manoel Ignácio de Carvalho Mendonça, permuta é “o contrato em que as partes se obrigam a prestar uma coisa por outra, excluindo o dinheiro”<sup>43</sup>; ou, ainda, nas lições de Arnoldo Wald, “a troca ou permuta é a transferência da propriedade do bem de um permutante ao outro e a simultânea transferência de outro bem do segundo ao primeiro”<sup>44</sup>.

O mútuo bancário, por outro lado, é aquele por meio do qual uma instituição bancária (mutuante) empresta quantia (dinheiro) à parte mutuária, que se obriga à restituição, com os consectários remuneratórios, no prazo convencionado. É, portanto, contrato evidentemente oneroso.

É o que vaticina Fábio Ulhoa Coelho:

O mútuo bancário é o mais importante contrato relacionado às operações ativas dos bancos. (...). O mútuo bancário é o contrato pelo qual o banco empresta certa quantia de dinheiro ao cliente, que se obriga a pagá-la, com os acréscimos remuneratórios, no prazo contratado. O matiz dessa figura contratual, evidentemente, é o mútuo civil, empréstimo de coisa fungível (CC, art. 586; CC-16, art. 1256)<sup>45</sup>.

A diferença do mútuo civil para o mútuo bancário, basicamente, diz respeito à remuneração paga pelo mutuário ao mutuante, que, no segundo caso, não sofre a limitação do art. 406 do Código Civil. Distinguem-se entre si as duas espécies de mútuo, portanto, em relação ao regime dos juros remuneratórios.

No mútuo bancário, elemento central é a vontade que a instituição possui em ser remunerada com juros, correção monetária e eventuais encargos. É um mútuo evidentemente oneroso, cujo regime dos juros, como dito, é diverso do mútuo (típico) civil.

---

<sup>41</sup> Entendemos, entretanto, que poderá haver um negócio jurídico de compra e venda de ações se, no caso particular, a companhia possuir ações em tesouraria (LSA, art. 30) que serão dadas em pagamento ao mutuante/investidor como restituição do valor do mútuo.

<sup>42</sup> RUFINO DA SILVA, Isabella. Troca ou permuta. In: CAMPOS, Alyson Rodrigo Correia; CASTRO, Torquato da Silva. *Dos contratos*. Recife: Nossa Livraria, 2012. p. 177.

<sup>43</sup> MENDONÇA, Manoel. Apud RUFINO DA SILVA, Isabella. Troca ou permuta. In: CAMPOS, Alyson Rodrigo Correia; CASTRO, Torquato da Silva. *Dos contratos*. Recife: Nossa Livraria, 2012. p. 177.

<sup>44</sup> WALD, Arnoldo. *Direito civil: contratos em espécie*. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. vol. 3. p. 75.

<sup>45</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. vol. 3, p. 148.

Em Portugal, o contrato de mútuo bancário dispõe de certas especificidades, muito mais atreladas aos prazos de vencimento das operações de crédito e às taxas de juros bancários. É o que nos ensina Menezes Cordeiro. Vejamos:

II. Os mútuos bancários dispõem de certas regras específicas, já referidas. O Decreto-Lei n.º 58/2013, de 8 de maio, procede à sua classificação segundo o prazo e o regime dos juros. Temos, consoante o prazo do vencimento – artigo 4.º:

- créditos a curto prazo, quando não exceda um ano;
- créditos a médio prazo, quando for superior a um ano e inferior a cinco;
- créditos a longo prazo, quando exceda os cinco anos.

A prorrogação do prazo de uma operação deve imputar-se no prazo global, para efeitos da apontada classificação (5.º/2). Tendo lugar a renovação das operações, conta-se um novo prazo a partir da data da renovação em causa (5.º/3, ambos do Decreto-Lei n.º 58/2013).

III. Encontramos também regras específicas, no tocante a juros. Atualmente, as taxas de juros bancários estão praticamente liberalizadas: nos termos do n.º 2 do Aviso n.º 3/94, de 20 de maio de 1993:

São livremente estabelecidas pelas instituições de crédito e sociedades financeiras as taxas de juro das suas operações, salvo nos casos em que sejam fixadas por diploma legal<sup>46</sup>.

O Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, entretanto, compreende o negócio jurídico pelo qual um mutuante (investidor) empresta à mutuária (investida) recursos financeiros, com a obrigação, a depender de certas condições suspensivas, nos termos do art. 125 do Código Civil<sup>47</sup>, de restituir o mutuante (investidor) com quotas ou ações da sociedade mutuária (investida), o que ocorrerá mediante aprovação de aumento de capital social, subscrição e integralização das novas quotas ou ações emitidas por parte do mutuante/investidor, compensando-se as dívidas líquidas, vencidas e de coisas fungíveis, quais sejam, a dívida de integralização do capital subscrito pelo investidor com a dívida decorrente do mútuo tomado pela investida, já que as duas pessoas (mutuante e mutuária), ao mesmo tempo, são credor e devedor uma da outra.

É o que escreve Leonardo Santana:

Desta forma, podemos conceituar o Contrato de Mútuo conversível em participação como sendo um instrumento híbrido que tem por objetivo o empréstimo de um determinado montante pelo investidor à *Startup*, no qual todos os sócios desta última anuem com a possibilidade futura da conversão da dívida em subscrição e integralização de quotas de emissão da mesma Sociedade<sup>48</sup>.

Nesse particular, é de esclarecer que anuência de todos os sócios, na verdade, nada mais é do que uma manifestação prévia da vontade (futura) de cessão do direito de preferência em

<sup>46</sup> CORDEIRO, António Menezes. *Direito bancário*. 6. ed. Lisboa: Almedina, 2018. p. 689.

<sup>47</sup> “Art. 125. Subordinando-se a eficácia do negócio jurídico à condição suspensiva, enquanto esta se não verificar, não se terá adquirido o direito, a que ele visa.”

<sup>48</sup> JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.). *Direito das startups*. Curitiba: Juruá, 2017. vol. II, p. 94.

favor do mutuante/investidor por parte dos sócios, que detêm tal direito para a subscrição do aumento de capital social, na proporção do número de frações (quotas ou ações) de capital social que possuem, nos termos do art. 171 da Lei das Sociedades por Ações, para as sociedades anônimas, e do art. 1.081, § 2º, do Código Civil, para as sociedades limitadas, tipos de sociedades maiores, como assim divide Fábio Ulhoa Coelho.

Esse é o mesmo entendimento de Edgar Vidigal de Andrade Reis:

O contrato de mútuo conversível em participação societária, como o próprio nome leva a crer, é um instrumento híbrido, formalizado por meio de um contrato particular de mútuo (ou seja, empréstimo de coisa fungível), no qual há a possibilidade de o investidor optar por, ao invés de receber de volta o valor investido, receber uma participação societária da *startup* para a qual fez o empréstimo<sup>49</sup>.

Vejam os que entende Emanuel Lima da Silva Filho:

Pelo contrato de mútuo conversível, o investidor mutuante empresta certa quantia em dinheiro para a sociedade mutuária, que se obriga a pagá-la ou a convertê-la em participação societária no prazo e nas condições estabelecidas no contrato. De acordo com o relatório do Laboratório de Empresas Nascentes de Tecnologia da FGV sobre negócios de impacto social:

O mútuo conversível não é uma simples cláusula de opção de conversibilidade, mas sim um contrato híbrido e complexo. Híbrido, porque se caracteriza como um contrato de “dívida” que tem por principal objetivo a realização de um investimento. Complexo, pois se dá por meio do estabelecimento de uma série de previsões, como metas e regulação das rodadas de investimento, que determinarão como a relação entre as partes se desenvolverá ao longo da vigência do contrato.

Não se trata apenas de um contrato de mútuo com opção de conversibilidade. O mútuo conversível se diferencia do contrato típico de mútuo por diversas outras previsões regularmente verificadas, tais como exigência de transformação da *startup* em sociedade por ações, voto afirmativo em determinadas deliberações, regras aplicáveis às rodadas subsequentes de investimento e possibilidade de conversão da dívida em participação societária nas hipóteses contratualmente estabelecidas<sup>50</sup>.

Concordamos com o autor. A conversibilidade do mútuo não é uma simples opção. Decorre necessariamente de uma perspectiva de vontade (unilateral) do mutuante investidor de ter tríplice opção no aporte: a) converter o crédito líquido e exigível do mútuo mediante *compensação* (CC, art. 368) com a dívida de integralização do capital social subscrito; b) ser restituído do crédito, caso as condições suspensivas (CC, art. 125) não sejam atendidas pela sociedade investida/mutuária e seus sócios, como redução de endividamento, aumento de receita, melhora de índices econômicos (por exemplo, EBITDA – *Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization*<sup>51</sup>); ou c) perdoar a dívida, o que, na prática, terá ocorrido uma

<sup>49</sup> REIS, Edgar Vidigal de Andrade. *Startups: análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil*. São Paulo: Almedina, 2018. p. 93.

<sup>50</sup> SILVA FILHO, Emanuel Lima da. *Contratos de investimento em startups: os riscos do investidor-anjo*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 68.

<sup>51</sup> No Brasil, EBITDA é o mesmo que LAJIDA – Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização.

doação (CC, art. 538), no caso de a mutuária/investida não ter “performado” e ido, assim, à bancarrota.

Essa complexidade, que será mais bem tratada quando abordarmos o item próprio de classificação do contrato atípico, bem como a tríplice opção do aporte em favor do investidor, pode, assim, ter o condão de travestir o negócio jurídico em outro: pode se tornar a integralização clássica de capital, pode se caracterizar como doação ou pode se materializar no mútuo típico civil (CC, art. 586), o que o torna um contrato híbrido pela perspectiva unilateral de vontade do investidor/mutuante.

Por fim, de se ressaltar que a atipicidade do mútuo convertido em participação decorre do fato de que o art. 586 do Código Civil prevê que “o mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade”, já que não há direitos e obrigações suficientemente regulamentados em Lei. Parte-se, assim, da própria experiência do contrato típico.

O que há, em razão da autonomia da vontade das partes, é uma ampla liberdade de contratar e estabelecer, por conseguinte, o conteúdo do negócio jurídico pretendido.

Nesse mesmo sentido, vejamos o que entendem Frederico Augusto Cavalheiro e Carmelo Nunes e Marcelo Barbosa Sacramone:

As regras para confecção dos contratos de mútuo, na forma pura, estão esculpidas no Código Civil, artigos 586 a 592, as quais orientam os princípios básicos dos contratos conversíveis. Esses contratos são utilizados pelos mais diversos tipos de investidores, em todos os estágios das *Startups*. No caso de uma Sociedade Anônima, a lei que regulamente suas atividades permite a emissão de debêntures conversíveis, porém, são pouco verificadas devido ao custo operacional, e depende que a *Startup* esteja constituída sob esse tipo societário (art. 52, Lei 6.404/76).

A conversão do contrato de mútuo conversível poderá ocorrer de forma obrigatória e automática ou de forma facultativa e condicionada, a depender dos termos e condições que livremente são contratualmente pactuados para esse fim.<sup>52</sup>

A restituição do valor do mútuo ao mutuante/investidor ocorre não com dinheiro, ou seja, mesmo gênero, qualidade e quantidade, mas sim com quotas ou ações subscritas de uma sociedade empresária (devedora/mutuária), não sendo, portanto, dinheiro e frações de capital social coisas de mesmo gênero.

---

<sup>52</sup> NUNES, Frederico Augusto Cavalheiro e Carmelo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. Panorama Jurídico dos Investimentos em *Startups* no Brasil. In: ROVAI, Armando Luiz; FINKELSTEIN, Maria Eugênia; NORONHA, Ilene Patrícia de (coord.). *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 90, out-dez. 2020. p. 176.

#### 4.1. Os planos da existência, validade e eficácia do Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária

Como já dito na introdução do presente capítulo, o Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária é aquele pelo qual um mutuante (investidor) empresta à mutuária (investida) recursos financeiros, com a obrigação, a depender de certas condições suspensivas, de restituir o mutuante (investidor) com quotas ou ações da sociedade mutuária (investida), o que ocorrerá com aprovação de aumento de capital social, mediante emissão de novas frações de capital social, subscrição e integralização das novas quotas ou ações emitidas por parte do mutuante/investidor mediante compensação do seu direito de crédito com a sua obrigação de integralização de capital social.

Assim, em relação ao plano da existência, o contrato de mútuo conversível depende, necessariamente, (i) do acordo de vontades; (ii) do empréstimo de coisa fungível, *in casu*, recursos financeiros, aqui trazendo a classificação de contrato real, pois depende, evidentemente, de tradição da coisa fungível; (iii) de delimitação temporal; e (iv) de conversão da dívida em participação, mediante restituição da coisa mutuada com as quotas ou ações emitidas pela sociedade mutuária, operando-se a compensação (CC, art. 368), já que – na conversão – duas pessoas (mutuante e mutuária) são ao mesmo tempo credora e devedora uma da outra de dívidas líquidas e exigíveis (CC, art. 369), extinguindo-se as duas obrigações, até onde se compensarem.

Imperioso ressaltar que o mutuante/investidor tem o direito de crédito decorrente da restituição do mútuo por parte da mutuária/sociedade obrigada; a sociedade mutuária, por outro lado, tem o direito à integralização das quotas ou ações subscritas pelo mutuante/investidor, que tem o dever de contribuir para a formação/aumento do capital social.

É o que nos ensina Nelson Eizirik:

O acionista, ao subscrever ações de uma companhia, contribuindo para formação do capital social, torna-se devedor dela na importância com que se comprometeu a integralizá-lo e deve cumprir com essa obrigação dentro do prazo determinado no ato de constituição ou, posteriormente, na assembleia geral que deliberar o seu aumento. Quando os acionistas já efetuaram as suas contribuições ao capital social, tem-se o capital realizado ou integralizado e, na hipótese de o acionista ter se comprometido com uma determinada quantia que ainda não pagou, tem-se o capital subscrito, que não aparece no ativo da companhia<sup>53</sup>.

---

<sup>53</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*: arts. 138 a 205. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. vol. III, p. 395.

Há, portanto, evidente compensação entre as obrigações, na medida em que o crédito é *convertido* em capital social, i.e., *equity*. Tecnicamente, como já dito, a conversão do crédito em participação de capital se dá mediante compensação entre as dívidas de mutuante/sócio e mutuária/sociedade.

Vejam as lições de Paulo de Tarso Vieira Sanseverino, ao tratar dos elementos característicos da existência do contrato de mútuo (simples):

A existência do contrato de mútuo exige a presença no suporte fático de quatro elementos característicos, que são o acordo de vontades entre os contratantes (consenso), a fungibilidade da coisa emprestada e a tradição, além da temporariedade do empréstimo<sup>54</sup>.

Urge lembrar que é também requisito de existência do mútuo (convertível) a cláusula de conversibilidade da dívida em participação societária, de sorte que entendemos que, por ser contrato real, o empréstimo de coisa fungível e a tradição são elementos indissociáveis entre si, representando, ao nosso sentir, um requisito único adicional de existência.

Por outro lado, é requisito de validade, especificamente em relação àqueles próprios do art. 104 do Código Civil, isto é, objeto lícito, possível, determinado ou determinável, além da forma prescrita ou não defesa em lei, a capacidade do mutuante e do mutuário, verdadeiros requisitos subjetivos.

Nesse sentido, em relação à capacidade de mutuário, deve ser pessoa jurídica com seus efeitos da personalização decorrentes dos já citados arts. 45 e 985 do Código Civil, mediante inscrição de seus atos de constituição em Registro Público de Empresas Mercantis, a cargo das Juntas Comerciais (CC, art. 1.150). Só assim a sociedade/mutuária poderá se obrigar com a restituição com frações de seu capital social.

Com efeito, por exemplo, não pode haver celebração do negócio jurídico de mútuo conversível por parte de empresário individual (pessoa física que é) ou demais pessoas jurídicas de direito privado que não possuem capital social (associações, fundações, organizações religiosas e partidos políticos) ou, ainda, as sociedades não personificadas (sociedade em comum, conforme já ressaltamos, ou Sociedade em Conta de Participação – SCP, que possui patrimônio especial, em vez de capital social, já que, tecnicamente, ostenta mais características de um contrato de investimento do que de sociedade propriamente dita).

De forma semelhante, vejamos o que nos orienta Orlando Gomes:

---

<sup>54</sup> SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. *Contratos nominados II: contrato estimatório, doação, locação de coisas, empréstimo (comodato – mútuo)*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005. p. 306.

O *mútuo* transfere ao *mutuário* o domínio da coisa emprestada. Como deve ser restituída em igual quantidade e qualidade, o mutuário há de ter capacidade de obrigar-se. Se feito a *menor*, sem prévia autorização daquele sob cuja guarda estiver, não pode ser reavido. A regra vem do *Direito romano*, no qual se consubstanciara no *senatus-consulto macedoniano*. Comporta, todavia, exceções. Vale, com efeito, se o menor for obrigado a contrair o empréstimo para seus alimentos, ou, se para obtê-lo, se fizer passar por maior<sup>55</sup>.

De igual modo, deve o mutuário/investidor ter capacidade para emprestar a coisa fungível objeto do mútuo conversível, i.e., o dinheiro. Deve ser o proprietário dos recursos para fins de disposição e, por conseguinte, tradição ao mutuário investido.

Vejamos, mais uma vez, o que diz Paulo de Tarso Vieira Sanseverino:

O mutuante, para celebrar o contrato de mútuo, deve ser o proprietário da coisa fungível e deter poder de disposição sobre ela. Como o mútuo é um contrato real, que exige a imediata tradição como seu elemento formativo, somente o titular do domínio pode celebrá-lo validamente<sup>56</sup>.

Por fim, em relação ao plano da eficácia do contrato de mútuo conversível em participação, cumpre esclarecer que ele decorre de seus efeitos jurídicos procedentes das obrigações assumidas pela sociedade mutuária/investida.

Aqui, há a obrigação em restituir o mútuo com quotas ou ações emitidas pela sociedade mutuária, no prazo previsto contratualmente e desde que verificadas as condições suspensivas (CC, art. 125), devendo, com isso, ocorrer deliberação social por parte de seus sócios, aprovando o aumento de capital social, o que ocorrerá mediante 75% dos sócios quotistas, portanto na sociedade limitada, ou 50% + 1 ação com direito a voto, nas sociedades anônimas, que se coobrigam a implementar a conversão desde a contratação do negócio jurídico de mútuo conversível.

Importante lembrar, contudo, que os aumentos de capital na sociedade limitada e na sociedade anônima só podem ocorrer quando o capital social já estiver totalmente integralizado nas sociedades limitadas (CC, art. 1.081<sup>57</sup>) ou quando 3/4 tiverem sido realizados nas sociedades anônimas (LSA, art. 170<sup>58</sup>).

Para além do direito de restituição do mútuo com frações de capital social da mutuária/investida, há obrigações especiais previstas em Lei e diversas outras usualmente tratadas em contrato, a exemplo das futuras disposições em acordo de sócios e dos direitos

<sup>55</sup> GOMES, Orlando. *Contratos*. 13. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1994. p. 318-319.

<sup>56</sup> SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. *Contratos nominados II: contrato estimatório, doação, locação de coisas, empréstimo (comodato – mútuo)*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005. p. 308.

<sup>57</sup> “**Art. 1.081.** Ressalvado o disposto em lei especial, integralizadas as quotas, pode ser o capital aumentado, com a correspondente modificação do contrato.”

<sup>58</sup> “**Art. 170.** Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.”

transitórios do mutuante até a conversão ocorrer, o que será mais bem tratado no capítulo próprio de cláusulas essenciais e facultativas do contrato. É aqui, entretanto, que se deve ter cautela no que deve e pode ser contratado, no campo da autonomia da vontade, para evitar a caracterização de uma sociedade em comum.

#### **4.2. A distinção jurídica entre mútuo conversível e debêntures conversíveis. A (im)possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas**

Tratamos no item 3.2 do presente trabalho da simplificação da captação de dívidas conversíveis por meio do Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, trazendo um contraponto em relação à emissão de debêntures conversíveis.

Vimos, por outro lado, que a relação jurídica da debênture é de mútuo, ou seja, de empréstimo de coisa fungível em favor da sociedade devedora, que se obriga a restituir em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade o debenturista/investidor, sendo a debênture uma unidade/fração do mútuo (maior).

Nesse sentido, vejamos o que nos orienta André Grünspun Pitta:

As debêntures são tradicionalmente associadas à ideia de um mútuo, no qual a sociedade emissora figura na posição de mutuária e os tomadores dos títulos na posição de uma coletividade de mutuantes, titulares de frações do crédito global, de acordo com a quantidade de debêntures de que são titulares. Nesse sentido, as debêntures são costumeiramente caracterizadas como um contrato de mútuo conversível<sup>59</sup>.

Concordamos em absoluto com o autor. Entretanto, possui a debênture natureza de título de crédito<sup>60</sup>, inclusive autônomo, mas vinculado aos demais valores mobiliários de mesma natureza emitidos na mesma série, contendo (ou podendo conter) privilégios, garantias e comunhão de interesses (entre os debenturistas, por óbvio), o que não ocorre, em tese, com o Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária.

Referimos ao “em tese”, uma vez que, por autonomia da vontade, o Contrato de Mútuo Conversível em Participação pode contratar todos e quaisquer direitos e obrigações que não violem disposição legal (por primado próprio do Direito Privado).

---

<sup>59</sup> PITTA, André Grünspun. A possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada regida supletivamente pela lei das sociedades por ações. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 521.

<sup>60</sup> Apesar da discussão doutrinária existente sobre a imperfeição do título de crédito (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 7. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2013. vol. 1, p. 582) e da ausência de características próprias do título de crédito (a exemplo da literalidade) (BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 12. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 281-282).

Neste particular, imperioso ressaltar que a Lei de Liberdade Econômica (Lei 13.874/2019), que instituiu em nosso ordenamento a declaração de direitos de liberdade econômica, estabelecendo garantias ao livre mercado, alterou a previsão do art. 421 do Código Civil para respeitar a liberdade contratual das partes, exercida nos limites da função social da relação contratual, prevalecendo, nos termos do parágrafo único do referido artigo, o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual nas relações de direito privado.

No Contrato de Mútuo Conversível em Participação, outrossim, ainda é possível haver comunhão de credores (mutuantes) – um mútuo sindicalizado, por exemplo – quando o contrato é firmado por grupo de investidores. Nesse particular, portanto, distinguir-se-ia o mútuo da debênture pela natureza, desta última, de título de crédito (ainda que imperfeito, conforme melhor doutrina).

Sobre aspectos práticos na diferença entre as duas estruturas de capitalização de sociedades, por meio de debêntures e por meio de mútuo, vejamos o que prescreve Edgar Vidigal de Andrade Reis:

Enquanto o mútuo é um contrato que possui regramento legal enxuto e a sua formalização via de regra depende apenas da celebração de um contrato particular, a debênture é instrumento com regramento mais complexo e cuja emissão depende do cumprimento de diversos requisitos legais e formais, inclusive perante a Comissão de Valores Mobiliários.

(...)

Ademais, as debêntures possuem uma questão de extrema relevância que as tornam não recomendáveis, ao menos em um ponto de vista conservador, para a maioria das *startups*, qual seja, a insegurança jurídica de sua utilização em sociedades limitadas. Enquanto as debêntures estão regulamentadas na lei das sociedades por ações, as sociedades limitadas tem (sic) sua regulamentação no Código Civil, não possuindo em referido regramento qualquer referência às debêntures<sup>61</sup>.

Muito se tem estudado sobre a possibilidade de uma sociedade limitada emitir debêntures, que são títulos estranhos ao capital social – a exemplo, também, das partes beneficiárias e dos bônus de subscrição – e com regime jurídico próprio das sociedades institucionais, sobretudo pelas sociedades limitadas que possuem regência supletiva pelas normas das sociedades anônimas (CC, art. 1.053, parágrafo único<sup>62</sup>).

Como sabido e ressabido, a Lei 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, prevê em seu art. 2º que são valores

---

<sup>61</sup> REIS, Edgar Vidigal de Andrade. *Startups: análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil*. São Paulo: Almedina, 2018. p. 102.

<sup>62</sup> “Art. 1.053. A sociedade limitada rege-se, nas omissões deste Capítulo, pelas normas da sociedade simples. Parágrafo único. O contrato social poderá prever a regência supletiva da sociedade limitada pelas normas da sociedade anônima.”

mobiliários submetidos ao regime do referido diploma “I – as ações, debêntures e bônus de subscrição”. Esses valores mobiliários, entretanto, são estranhos ao capital social de uma sociedade anônima. Poderiam, assim, as debêntures ser emitidas por sociedades limitadas?

O tema provoca debates acadêmicos e não é nossa pretensão esgotá-lo no presente trabalho.

Somos da opinião de que o mercado de distribuição pública de Valores Mobiliários está disponível apenas às sociedades anônimas e não ao regime das sociedades limitadas, que não se submetem ao regime jurídico de autorização da Comissão de Valores Mobiliários para admissão de seus valores mobiliários “à negociação no mercado de valores mobiliários” (LSA, art. 4º) – ou seja, voltada à emissão para distribuição pública.

Vejamos a opinião de Fran Martins:

Atualmente, a Lei 6.404, de 15.12.1976, revogando as leis anteriores, passou a regular as *obrigações*, a que deu o nome exclusivo de *debêntures*. Essa regulamentação de tais títulos na lei sobre as sociedades por ações é a mais lógica, pois só essas sociedades podem contrair empréstimos com a emissão de *debêntures*. A lei, que trata do assunto nos arts. 52 a 74, renovou bastante o instituto, dotando-o de preceitos modernos, muitos dos quais desconhecidos do direito brasileiro.

(...)

Somente as *sociedades por ações* poderão contrair empréstimos com a emissão de *debêntures*<sup>63</sup>.

Para além, em que pese o respeito por quem defenda o ponto de forma diversa, entendendo Pedro Flach e Layon Lopes da Silva<sup>64</sup> que a emissão de debêntures em sociedades limitadas é possível em razão: a) da inexistência de vedação legal para sociedades limitadas emitirem debêntures; e b) da possibilidade de regência supletiva das limitadas pelas normas das sociedades por ações (CC, art. 1.053, parágrafo único), enquanto que André Grünspun Pitta defende que não há vedação legal para emissão de debêntures por sociedades limitadas, mas sim gargalos regulatórios, ao nosso sentir, somos da opinião de que a emissão de um valor mobiliário estranho ao capital social é regime incompatível com o das sociedades limitadas, aplicando-se, assim, tal incompatibilidade normativa às emissões públicas e, outrossim, privadas – ainda que os sócios das sociedades limitadas, ao elegerem regência supletiva pelas normas das sociedades por ações, tenham adotado uma feição capitalista de seu funcionamento (e não personalíssima, própria da *affectio societatis*), o que encontra respaldo na doutrina, que

<sup>63</sup> MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial: contratos e obrigações comerciais*. 19. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. p. 258-259.

<sup>64</sup> FLACH, Pedro; LOPES DA SILVA, Layon. Debêntures: o que são, sua regulamentação e utilização por sociedades limitadas. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (coord.). *Direito das startups*. Curitiba: Juruá, 2016. p. 152-154.

entende que “as demais sociedades encontram-se impedidas de fazê-lo, inclusive a sociedade limitada”<sup>65</sup>.

José Romeu Garcia do Amaral, em excelente obra, defende a possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas nas seguintes hipóteses (restritas):

**(a) Oferta privada:** o contrato social da limitada, para a emissão de debêntures mediante oferta privada, deverá conter as seguintes previsões:

(a.1.) Regência supletiva da sociedade limitada pelas normas das sociedades anônimas (art. 1.053, parágrafo único, do CC);

(a.2.) Instituição de Conselho Fiscal (art. 1.066 do CC) – que já fora sugerido por Villemor Amaral em regime anterior das limitadas;

(a.3.) Opção pelo regime da assembleia para deliberações sociais (art. 1.072 do CC);

(a.4.) Publicidade dos atos societários e das demonstrações financeiras, adotando-se o modelo de publicação no Diário Oficial da União ou do Estado, conforme o local da sede da sociedade, e em jornal de grande circulação (art. 1.152, § 1º, do CC).

**(b) Oferta pública com esforços restritos:** além de observar os quatro itens anteriores aplicáveis às ofertas privadas, que modelam o contrato social da limitada, deve-se atender às disposições da IN/CVM 476, a seguir relacionadas:

(b.1.) Procura de, no máximo, 50 (cinquenta) investidores qualificados e a subscrição das debêntures por, no máximo, 20 (vinte) investidores qualificados (arts. 2º e 3º da IN/CVM 476);

(b.2.) Intermediação da oferta por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários (art. 2º da IN/CVM 476);

(b.3.) Preparação das demonstrações financeiras de encerramento do exercício e, se for o caso, demonstrações consolidadas, em conformidade com a LSA e com as regras emitidas pela CVM (art. 17, I, da IN/CVM 476);

(b.4.) Auditoria independente das demonstrações financeiras, realizada por auditor registrado na CVM (art. 17, II, da IN/CVM 476);

(b.5.) Divulgação das demonstrações financeiras, acompanhadas de notas explicativas e parecer da auditoria independente, em sua página na internet, dentro de 3 (três) meses contados do encerramento do exercício social (art. 17, III, da IN/CVM 476), ou seja, com 1 (um) mês de antecedência da realização da assembleia geral ordinária – assemelha-se ao disposto no artigo 133 da LSA;

(b.6.) Manutenção dos documentos mencionados no item anterior (b.5.), disponíveis por, no mínimo, 3 (três) anos, na página da sociedade na internet (art. 17, IV, da IN/CVM 476);

(b.7.) Sujeição às disposições da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, no tocante ao dever de sigilo (art. 8º) e às restrições à negociação (art. 13), com debêntures de emissão da sociedade (art. 17, V, da IN/CVM 476);

(b.8.) Divulgação de fato relevante (art. 2º da Instrução CVM nº 358, de 2002), na página da sociedade na internet, comunicando imediatamente à instituição intermediária da oferta (art. 17, VI, da IN/CVM 476); e

(b.9.) Atendimento das solicitações formuladas pela CVM, no tocante ao fornecimento de informações da sociedade<sup>66</sup>.

Conclui, ao final, José Romeu Garcia do Amaral no sentido de que é possível a emissão de debêntures por sociedades limitadas, em ofertas privadas e em ofertas públicas de esforços restritos, em razão de (i) inexistir vedação legal; (ii) ser possível a adoção da regência supletiva das sociedades limitadas pelas normas das sociedades anônimas – tipo societário próprio emitente das debêntures; (iii) ser reconhecida, em certa medida, pela CVM a compatibilidade

<sup>65</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 12. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 284

<sup>66</sup> AMARAL, José Romeu Garcia. *Regime jurídico das debêntures*. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2016. p. 183-186.

da emissão das debêntures pelas limitadas, em razão das ICVMs 422, 480 e 476, esta última que permite a oferta pública com esforços restritos.

De se salientar ainda que a tomada de um crédito por meio de debênture conversível pode trazer maior proteção para os investidores, uma vez que podem exercer direitos próprios de debenturistas sem o risco de caracterização de uma sociedade em comum (art. 986 e seguintes do Código Civil), em razão da contratação de algum direito (político) próprio de sócio.

É o que ocorre, por exemplo, com o direito de voto previsto no art. 174, § 3<sup>o</sup><sup>67</sup> da Lei das Sociedades por Ações, exercido por debenturista em assembleia especial, que pode representar, assim, obstáculo à aprovação da redução do capital social da Companhia, nos casos previstos no referido artigo.

Entretanto, fato é que a emissão de debêntures conversíveis por sociedades limitadas não é caminho compatível com um *funding* sem burocracias – além dos gargalos burocráticos já verificados nas Juntas Comerciais do Brasil<sup>68</sup>.

Poder-se-ia, inclusive, pensar em *funding* das sociedades limitadas por meio das notas comerciais (as *commercial papers*) e do (*equity*) *crowdfunding*.

As notas comerciais<sup>69</sup> já encontravam previsão na Lei nº. 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, tendo recebido regime regulatório próprio por meio da Lei 14.195/2021. Entretanto, nos termos do art. 45 da referida Lei - merecendo esclarecer que as notas comerciais podem ser emitidas pelas sociedades anônimas, pelas sociedades limitadas e pelas sociedades cooperativas:

A nota comercial, valor mobiliário de que trata o inciso VI do caput do art. 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, é título de crédito *não conversível em ações*, de livre negociação, *representativo de promessa de pagamento em dinheiro*, emitido exclusivamente sob a forma escritural por meio de instituições autorizadas a prestar o serviço de escrituração pela Comissão de Valores Mobiliários.

---

<sup>67</sup> “**Art. 174.** Ressalvado o disposto nos artigos 45 e 107, a redução do capital social com restituição aos acionistas de parte do valor das ações, ou pela diminuição do valor destas, quando não integralizadas, à importância das entradas, só se tornará efetiva 60 (sessenta) dias após a publicação da ata da assembleia geral que a tiver deliberado. § 1º Durante o prazo previsto neste artigo, os credores quirografários por títulos anteriores à data da publicação da ata poderão, mediante notificação, de que se dará ciência ao registro do comércio da sede da companhia, opor-se à redução do capital; decairão desse direito os credores que o não exercerem dentro do prazo. § 2º Findo o prazo, a ata da assembleia geral que houver deliberado à redução poderá ser arquivada se não tiver havido oposição ou, se tiver havido oposição de algum credor, desde que feita a prova do pagamento do seu crédito ou do depósito judicial da importância respectiva. § 3º Se houver em circulação debêntures emitidas pela companhia, a redução do capital, nos casos previstos neste artigo, não poderá ser efetivada sem prévia aprovação pela maioria dos debenturistas, reunidos em assembleia especial.”

<sup>68</sup> A exemplo do julgamento do tema pela sessão plenária da Junta Comercial do Estado de São Paulo 47/2012.

<sup>69</sup> As Notas Comerciais podem também receber o nome de notas promissórias comerciais, já que ostentam a mesma natureza da nota promissória, promessa de pagamento que representa.

Portanto, ainda que possam ser emitidas notas comerciais como instrumentos de dívida de curto prazo e tomada de crédito por limitadas, não são títulos conversíveis em participação societária, ao menos em regra<sup>70</sup> – não atendendo ao maior propósito do mutuante/investidor, que é o de converter seu direito de crédito em participação societária.

Ainda, seria possível estruturar o *equity crowdfunding* das sociedades que necessitem de capitalização. A instrução CVM 588/2017, que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, previu que as sociedades empresárias de pequeno porte<sup>71</sup> poderiam estruturar o *crowdfunding* de investimento, que é a:

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

Maria Eugênia Finkelstein registra que “a Instrução CVM 588/2017 foi bem recebida pelo mercado, pois trouxe segurança jurídica para um modelo de negócios que vinha crescendo à margem da lei”<sup>72</sup>. De fato, as operações de *equity crowdfunding* vinham crescendo no País, mas sem qualquer tipo de regulamentação, causando verdadeira inquietação na CVM, autarquia federal que é, que possui em seu rol de competências o de “fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados”, nos termos do inciso III do art. 8º da já citada Lei 6.385/1976, uma vez que não se sabia se tal estrutura seria alcançada por seu mister.

---

<sup>70</sup> Em regra, uma vez que, excepcionalmente, na oferta privada de nota comercial poderá conter previsão de cláusula de conversibilidade em participação societária, exceto em relação às sociedades anônimas, portanto, a conversibilidade (excepcional) das notas comerciais só se aplicaria às sociedades limitadas. Nas ofertas privadas as instituições autorizadas a prestar o serviço de escrituração não poderão escriturar títulos em que sejam participantes, direta ou indiretamente.

<sup>71</sup> Sociedade empresária de pequeno porte, para os fins da ICVM 588/2017, conforme alterada, é aquela que tenha tido receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM.

<sup>72</sup> FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis. *Crowdfunding* de participação e financeiro. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: RT, v. 79, ano 21, p. 37-52, jan.-mar, 2018. p. 44.

O *equity crowdfunding* se propõe a capitalizar sociedades em estágio inicial (*early stage*), sem acesso ao mercado de capitais e às estruturas bancárias clássicas – que exigem, não raras as vezes, garantias reais hípidas.

Contudo, em que pese a excelente alternativa de captação, o *equity crowdfunding* só é voltado para as sociedades empresárias de pequeno porte e que não possuem o mecanismo de proteção próprio para o investidor-mutuante do contrato de mútuo conversível, que é, essencialmente, uma relação de crédito; como tal, contrata-se taxa de juros, eventos de inadimplência e, no fim do dia, em caso de não conversão do crédito em *equity*, a cobrança do crédito pelos investidores/credores.

Desde a criação do *sandbox*<sup>73</sup> regulatório no Brasil, o que ocorreu por meio da Instrução CVM 626/20, atualmente disposição revogada pela Resolução CVM 29/21, o mercado de capitais vem passando por desenvolvimento inovador voltado, especialmente, para sociedades de menor porte, possibilitando, nos termos do art. 2º, II, do Marco Legal das Startups (LC 182/2021), a concepção de um:

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

Entretanto, ainda que o *sandbox* regulatório possa permitir a criação de um ambiente inovador para testes de soluções próprias do mercado de capitais para sociedades de menor porte, o ambiente de testes demanda tempo (da seleção de determinada regulada até a aprovação) e custos – o que, como já dito, não é oportuno para as sociedades nascentes, para aquelas em situação de crise econômico-financeira, bem como para aquelas que precisam implementar com celeridade o seu plano de negócios ou até mesmo precisam superar crise econômico-financeira.

A CVM vem se esforçando para dinamizar a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte, mas o fato é que ainda é de difícil acesso para sociedades menores.

Assim, é nesse contexto que o Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária se propõe a funcionar como uma solução econômica, relativamente simples e célere para tomada de crédito (de natureza híbrida) pelas sociedades dos mais variados portes, representando, inicialmente, uma relação de crédito-débito, mas que em caso de conversão –

---

<sup>73</sup> Em tradução livre: “caixa de areia”.

após atingimento de determinados *triggers* pela sociedade mutuária/investida – seria alterada para uma verdadeira relação plurilateral societária, como bem defendeu Ascarelli.

## 5. CLASSIFICAÇÃO DO CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL

Como já defendemos anteriormente, ao nosso sentir, o Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária é um contrato híbrido, podendo ter tríplice desdobramento em razão da perspectiva de vontade do mutuante investidor, o que impactaria sobretudo, após manifestação da vontade do mutuante (e receptício de sua vontade), em sua classificação contratual: a) converter o crédito mediante *compensação* (CC, art. 368) com a integralização do capital social subscrito; b) ser restituído do crédito, caso as condições suspensivas (CC: art. 125) não sejam atendidas pela sociedade investida/mutuária e seus sócios, como redução de endividamento, aumento de receita, melhora de índices econômicos (por exemplo, EBITDA – *Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization*); ou c) perdoar dívida, o que, na prática, caracteriza doação (CC, art. 538), no caso de a mutuária/investida não ter “performado” e ido, assim, à bancarrota, preferindo, como visto, o investidor do mutuante limitar seu prejuízo ao capital aportado, salvo no caso de caracterização de uma sociedade em comum.

Pois bem. O Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária tem base de sua concepção na *convertible note* norte-americana, como visto em tópico anterior do presente trabalho, que foi tropicalizada a partir do Contrato de Mútuo típico, i.e., aquele previsto no art. 586 do Código Civil.

É uma claríssima perspectiva Realeane da teoria tridimensional do direito, decorrente da evolução dialética e funcional do valor e do fato para implicar na norma. Ou seja, a norma evolui a partir do avanço social do fato e de seu respectivo valor. Isso pode ser verificado, inclusive, com a própria previsão da existência do contrato objeto do presente estudo na LC 182/2021.

Acontece que, para as hipóteses de restituição do valor mutuado/investido por parte do investidor/mutuante – o que acaba por aperfeiçoar o negócio jurídico de mútuo típico – e de perdão da dívida, desnaturando o mútuo igualmente no contrato típico de doação (CC, art. 538), a conversão do crédito em *equity* torna o negócio jurídico em estudo evidentemente atípico, já que não há, mínima e suficientemente, direitos e obrigações regulamentados em qualquer diploma legal.

Por não haver legislação que regulamente o Contrato de Mútuo Conversível, assim, pode ele ser estruturado pelas partes celebrantes de seu negócio jurídico a partir da autonomia

da vontade, desde que – por óbvio – se respeitem os requisitos de validade previstos no art. 104<sup>74</sup> do Código Civil.

Trataremos, doravante, das demais classificações do contrato de mútuo sob a perspectiva de única possibilidade de restituição por meio da conversão em participação societária.

### 5.1. Classificação sob a perspectiva da conversão do crédito em *equity*

Entendemos que o Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária é um contrato real, tendo em vista que sua conclusão depende, necessariamente, da entrega da coisa fungível (dinheiro) pretendida a alguém, *in casu*, a mutuária, “tal como acontece (...) no comodato, no penhor e no depósito”<sup>75</sup>, apesar de existir na doutrina “a discussão acerca da natureza real (realidade) ou consensual (consensualidade)”<sup>76</sup> sobre o mútuo, o que entendemos não existir, sobretudo tendo em vista que o mutuante/investidor pretende a restituição com frações de capital social da mutuária/investida.

Sobre o tema, vejamos o que nos ensina Fran Martins:

Por outro lado, existem certos contratos que, para nascerem, *além do consentimento* exigem que uma coisa seja entregue por uma parte à outra; a esses contratos damos o nome de *reais*, já que, *afora o consentimento, para a sua formação se exige a entrega de uma coisa.*

(...)

Por outro lado, o contrato de *depósito* diz-se *real* porque só se aperfeiçoa se, *além do consentimento, o depositante entregar a coisa ao depositário.* A entrega da coisa é, aí, da essência do contrato do contrato, e este não se forma, mesmo que as duas partes tenham trocado o consentimento, se a coisa não for entregue pelo depositante ao depositário<sup>77</sup>.

No Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, particularmente, a hibridez de sua natureza dependerá do consentimento/vontade unilateral do seu investidor/mutuante na tríplice hipótese de conclusão, formando-se um novo negócio jurídico de forma receptícia de sua vontade. O exercício do direito de conversão por parte do investidor

<sup>74</sup> “**Art. 104.** A validade do negócio jurídico requer: I – agente capaz; II – objeto lícito, possível, determinado ou determinável; III – forma prescrita ou não defesa em lei.”

<sup>75</sup> VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Direito comercial: teoria geral do contrato*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. p. 122.

<sup>76</sup> SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. *Contratos nominados II: contrato estimatório, doação, locação de coisas, empréstimo (comodato – mútuo)*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005. p. 305.

<sup>77</sup> MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial: contratos e obrigações comerciais*. 19. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. p. 75.

é, portanto, evidentemente subjetivo, a depender, assim, da vontade do seu respectivo titular (investidor).

Vejamos, nesse sentido, o que ensina Maria Helena Diniz:

A grande maioria das declarações de vontade, principalmente as da seara obrigacional, são receptícias por se dirigirem a uma determinada pessoa com o escopo de levar ao seu conhecimento a intenção do agente, ajustando-se a uma outra manifestação volitiva, para que surja o negócio jurídico. P. ex.: proposta do contrato (CC, arts. 427 e 428), revogação do mandato etc.<sup>78</sup>.

No que diz respeito aos seus efeitos, o contrato de mútuo conversível é bilateral, havendo, portanto, obrigações mútuas e recíprocas entre mutuante e mutuário, incluindo, ainda, os próprios sócios da sociedade mutuária, que integram o polo obrigacional da investida/mutuária, “lembrando que isso não significa que apenas duas pessoas podem contratar. Pode haver pluralidade em ambos os lados”<sup>79</sup>.

Assim, ainda que os sócios da sociedade mutuária participem do negócio jurídico, não haverá plurilateralidade do negócio jurídico do mútuo conversível em participação societária. A interveniência deles serve apenas como manifestação antecipada de sua anuência em, futuramente, quando da conversão do débito em crédito por parte do investidor, ceder o direito de preferência no aumento de capital social que será subscrito pelo novo sócio capitalista (mutuante inicial).

O Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária é, evidentemente, oneroso, já que se pretende a conversão em participação societária, quase que como uma regra, com base em *valuation* praticado no mercado para determinada atividade, seja múltiplo de EBITDA, Fluxo de Caixa Descontado (FCD), múltiplo de receita ou qualquer outro critério mais bem indicado para aquele contexto econômico em que há atuação de empresa por parte de uma sociedade investida.

Aqui, não há diminuição de patrimônio do investidor/mutuante, mas sim verdadeira possibilidade de ganho (como axioma no universo de *venture capitalists* – VCs e fundos de *private equity*). É, assim, um contrato *interessado*.

Segundo Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa:

O elemento diferenciador entre o contrato oneroso e o gratuito, portanto, corresponde às *prestações equivalentes* em que, no primeiro, cada um dos contratantes deve ao outro. A própria raiz etimológica da classificação indica que há um *onus* a cargo de

<sup>78</sup> DINIZ, Maria Helena. Curso de direito civil brasileiro: teoria geral do direito civil. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. vol. 1, p. 384.

<sup>79</sup> WAISBERG, Ivo. Franquia. In: CARVALHOSA, Modesto (coord.). *Contratos mercantis*. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. p. 216.

cada uma das partes em tais contratos. Sob outro aspecto, os contratos *gratuitos* oneram apenas uma das partes, enquanto a outra não tem qualquer ônus ou prestação a cumprir, tal como acontece na doação, por parte do donatário, conforme visto acima<sup>80</sup>.

É contrato comutativo, já que as prestações das partes são certas e equivalentes. O mutuante (investidor) entrega coisa certa fungível (dinheiro) ao mutuário (sociedade); a sociedade (mutuária) entrega participação societária ao mutuante (investidor), quando do exercício do direito subjetivo por parte do investidor/mutuante.

A entrega de participação societária acontece mediante subscrição de novas quotas ou ações na mutuária/investida, mediante deliberação de seus sócios, subscrição esta que ocorrerá pela mutuante/investidora e integralização das novas quotas ou ações com o direito de crédito detido com o (negócio jurídico base de) mútuo, o que, inclusive, dispensará o laudo de avaliação previsto no art. 8º<sup>81</sup> da LSA por parte das sociedades investidas que possuem tipo societário do anonimato, já que o crédito (detido pelo investidor) é contra a própria companhia emissora das novas ações.

Vejamos o que nos ensina Modesto Carvalhosa:

Em se tratando de créditos contra a própria sociedade essa avaliação é, obviamente, dispensada. Nas outras hipóteses, ou seja, nos créditos a prazo, essa avaliação se impõe, visando não apenas a sua qualidade como também o seu valor presente. Isto na medida em que a subscrição somente pode dar-se pelo seu valor presente, notadamente naqueles créditos de longo prazo ou sujeito a prorrogações no seu vencimento, como é o caso frequente das debêntures.<sup>82</sup>

---

<sup>80</sup> VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Direito comercial: teoria geral do contrato*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. p. 128.

<sup>81</sup> “**Art. 8º** A avaliação dos bens será feita por 3 (três) peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembleia-geral dos subscritores, convocada pela imprensa e presidida por um dos fundadores, instalando-se em primeira convocação com a presença de subscritores que representem metade, pelo menos, do capital social, e em segunda convocação com qualquer número.

§ 1º Os peritos ou a empresa avaliadora deverão apresentar laudo fundamentado, com a indicação dos critérios de avaliação e dos elementos de comparação adotados e instruído com os documentos relativos aos bens avaliados, e estarão presentes à assembleia que conhecer do laudo, a fim de prestarem as informações que lhes forem solicitadas.

§ 2º Se o subscritor aceitar o valor aprovado pela assembleia, os bens incorporar-se-ão ao patrimônio da companhia, competindo aos primeiros diretores cumprir as formalidades necessárias à respectiva transmissão.

§ 3º Se a assembleia não aprovar a avaliação, ou o subscritor não aceitar a avaliação aprovada, ficará sem efeito o projeto de constituição da companhia.

§ 4º Os bens não poderão ser incorporados ao patrimônio da companhia por valor acima do que lhes tiver dado o subscritor.

§ 5º Aplica-se à assembleia referida neste artigo o disposto nos §§ 1º e 2º do artigo 115.

§ 6º Os avaliadores e o subscritor responderão perante a companhia, os acionistas e terceiros, pelos danos que lhes causarem por culpa ou dolo na avaliação dos bens, sem prejuízo da responsabilidade penal em que tenham incorrido; no caso de bens em condomínio, a responsabilidade dos subscritores é solidária”.

<sup>82</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 7. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2013. vol. 1, p. 199.

Para além e ainda como corolário lógico, também dispensa a responsabilização do credor pela solvência do devedor (CC, art. 1.005<sup>83</sup>; LSA, art. 10, parágrafo único<sup>84</sup>), já que a devedora é a própria sociedade investida/devedora.

Nesse particular, vejamos o que nos ensina Alfredo Lamy Filho, ao mencionar que o acionista subscritor que confere ao capital social direito de crédito contra ela não responde pela solvência da parte devedora (sociedade investida/mutuada):

Se o bem contribuído é crédito, o subscritor ou acionista responderá pela solvência do devedor (art. 10, par. único). Essa norma não se aplica no caso de capitalização de crédito contra a companhia, pois a realização desse crédito dá-se automaticamente pela extinção do crédito capitalizado.<sup>85</sup>

Entendemos que o Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária é solene, já que, necessariamente, depende de condições suspensivas para que a conversão em *equity* do crédito ocorra. Para além, há obrigações positivas e negativas da mutuária e seus sócios, integrando um mesmo polo obrigacional, que precisam comparecer à deliberação de sócios, aprovar o aumento de capital social subscrito pelo investidor/mutuante e “renunciar” ao direito de preferência para participação do aumento de capital social (como na rotina societária se costuma afirmar, mas, tecnicamente, trata-se de cessão do direito de preferência para participação do aumento de capital social, como anteriormente exposto).

Ainda, é o mútuo conversível em participação societária um contrato principal. Principal porque não depende da existência de outros negócios jurídicos. É suficiente em si e por si. Regulamenta a relação.

É bem verdade que, com o exercício da conversão do crédito em participação societária, *um feixe de contratos* – nas lições de Ronald H. Coase – é celebrado, a exemplo de alteração contratual e acordo de sócios, no caso de a mutuária ser uma sociedade limitada, ou de ata de assembleia geral extraordinária e boletim de subscrição, por meio dos quais se delibera o aumento de capital social da mutuária, bem como acordo de acionistas, no caso de a mutuária ser uma sociedade anônima.

Nesse sentido, vejamos o que prescreve Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa:

---

<sup>83</sup> “**Art. 1.005.** O sócio que, a título de quota social, transmitir domínio, posse ou uso, responde pela evicção; e pela solvência do devedor, aquele que transferir crédito.”

<sup>84</sup> “**Art. 10.** A responsabilidade civil dos subscritores ou acionistas que contribuírem com bens para a formação do capital social será idêntica à do vendedor.

Parágrafo único. Quando a entrada consistir em crédito, o subscritor ou acionista responderá pela solvência do devedor.”

<sup>85</sup> LAMY FILHO, Alfredo. Título II. Capital Social e Ações. Capítulo I. Capital Social. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 154.

Os contratos podem existir isoladamente ou fazerem parte de um conjunto de dois ou mais contratos, entre eles se estabelecendo uma hierarquia ou paralelismo, que dá lugar a um contrato principal e outro acessório (ou acessórios), ou a contratos coligados.

Os contratos principais têm vida própria independente, alcançado de forma plena os objetivos estabelecidos pelas partes. Os contratos acessórios somente existem na condição de vinculados e subordinados ao contrato principal<sup>86</sup>.

O Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, quando o direito à conversão tiver sido exercido, serve como instrumento principal desse feixe de contratos que dele exsurge, evidentemente a ele vinculados, hierarquicamente a ele submetidos.

Entendemos, ainda, que o Contrato de Mútuo Conversível se classifica como de execução continuada. Isso se dá em razão do fato de que, mesmo o desembolso por parte do mutuante/investidor ocorrer em ato pontual – o que, inclusive, é pouco comum na prática societária –, é usual que as partes (mutuante e mutuária) possuam obrigações mútuas e recíprocas (de trato sucessivo), enquanto vigorar o negócio jurídico, com vistas a buscar a conversão da dívida em participação.

Isso se apresenta, por exemplo, na obrigação de a mutuária apresentar os números, as contas dos administradores e os papéis da mutuária aos investidores, que – ainda que previamente e com o cuidado de não caracterizar uma sociedade em comum – tomam conhecimento e funcionam como órgão técnico consultivo externo para avaliar determinado ato jurídico pretendido pela sociedade investida/mutuária, por exemplo.

Ao nosso sentir, o Contrato Mútuo Conversível em Participação, até em razão dos direitos e obrigações contratados entre as partes, é *intuitu personae* ou pessoal. O que importa, portanto, são as pessoas do mutuante/investidor, que contribui – ainda que sem exercício do direito político de voto – para atos estratégicos, e do mutuário/investido, que exerce a empresa que gera interesse ao investidor.

Nesse sentido, vejamos o que nos ensina Fran Martins:

Em alguns contratos, as partes dão o consentimento tendo em vista a pessoa com quem contratam; em outros, é indiferente quem seja essa pessoa.

Aos primeiros se dá o nome de contratos *intuitu personae* ou *pessoais*, sendo os outros contratos *impessoais*. Em regra, os contratos em que há obrigação de *fazer* são contratos *intuitu personae*, o que significa que a obrigação deve ser cumprida por pessoa determinada; também em alguns tipos de sociedades os acordos são *intuitu personae* (sociedades contratuais ou de pessoas).

Nos contratos *impessoais* não importa a pessoa que cumpra a obrigação<sup>87</sup>.

<sup>86</sup> VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Direito comercial: teoria geral do contrato*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. p. 133.

<sup>87</sup> MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial: contratos e obrigações comerciais*. 19. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. p. 78.

Importante registrar, nesse particular, que, ainda que a conversão se subordine à condição precedente de transformação do tipo societário de limitada para anônima, o que é comum, em razão dos efeitos tributários que advêm da conversão, assunto que será tratado em capítulo próprio, sendo a S.A., ainda que em tese, uma sociedade de capitais, a classificação do Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária é, ao nosso sentir, evidente contrato *intuitu personae*.

Dessa classificação, exsurge possível discussão acerca da ruptura superveniente da relação de *affectio societatis* entre investidor/mutuante e sociedade mutuária do tipo limitada, tendo em vista, sobretudo, que poderia ter havido, no momento de manifestação de vontade da contratação do mútuo conversível em participação societária, liame subjetivo de união entre as partes do referido contrato.

É assim, por exemplo, que, a nosso ver, uma ruptura de *affectio societatis* entre as partes celebrantes do contrato objeto do presente trabalho deve ser causa para resolução do Contrato de Mútuo Conversível em Participação firmado por sociedades limitadas na qualidade de mutuária.

Impende ressaltar, neste particular, que se houver, em razão da ruptura da *affectio societatis*, ato de inadimplemento do Contrato do Mútuo Conversível por qualquer uma das partes, aplicar-se-ão à parte inadimplente, pela autonomia da vontade e liberdade contratual – desde que havendo previsão contratual –, as repercussões de cláusula penal (CC, art. 408 e seguintes).

Isso se justifica, evidentemente, em razão de que não haveria mais relação subjetiva de vínculo entre as partes para conversão do crédito em *equity*, caso, por exemplo, seja desejo das partes que a conversão em participação ocorra em uma sociedade limitada – o que poderia ser admitido até, por amor à discussão, com os investimentos feitos na modalidade *FFF – Family, Friends and Fools*, independentemente, portanto, o tipo para o qual se vincularão e as demais repercussões fiscais.

Nesse contexto, não havendo previsão contratual de transformação do tipo societário em sociedade anônima, por exemplo, como uma condição precedente à conversão do *debt* em *equity*, a resolução contratual seria um único caminho contra a renúncia ao crédito, mantendo-se, assim, a única opção de restituição de mútuo com os acréscimos contratados, apesar de que, atualmente e como sustenta Marcelo Guedes Nunes, há verdadeira heterotopia das sociedades, i.e., sociedades limitadas com feições de anônimas e anônimas com feições de limitadas, como ocorre, manifestamente, nas sociedades anônimas familiares.

## 6. PARTES

Tema importante para o estudo do Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária diz respeito às partes.

Neste particular, não nos compete avaliar os investimentos feitos em favor de pessoas naturais/físicas, já que não há como se firmar o contrato objeto do presente estudo com vistas a investir numa pessoa física, ainda que esta exerça a atividade própria de empresa por meio de empresário individual, que – como sabido e ressabido – não é pessoa jurídica. Afinal, como já dito anteriormente, não há frações de capital social para serem subscritas e integralizadas quando da conversão da dívida em participação.

Por outro lado, não nos compete aqui maiores aprofundamentos no estudo dos investimentos realizados por Fundo de Investimento, que, nos termos do art. 1.368-C do Código Civil, “é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza”, merecendo esclarecer que no Brasil há, principalmente, os Fundos de Investimento em Participação – FIPs, os Fundos de Investimento Imobiliário – FIIs, os Fundos de Investimento em Direito Creditório – FIDCs e, recentemente, os Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais – Fiagros<sup>88</sup>.

Os Fundos de Investimento em Participação, veículos próprios para estruturas de *Venture Capital* e *Private Equity* no Brasil<sup>89</sup>, têm regulamentação própria pela Instrução Normativa CVM 578/2016, conforme alterada, estruturados como FIPs<sup>90</sup>.

O art. 5º da ICVM mencionada prevê que o FIP, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, que deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

---

<sup>88</sup> Estrutura criada de forma recente por meio da Lei 14.130, de 29 de março de 2021.

<sup>89</sup> Merece esclarecer que os demais principais fundos de investimento no país prestam-se a investir em ativos imobiliários (FIIs), em direitos creditórios (FIDCs) e em ativos diversos da atividade agroindustrial (incluindo imóveis rurais, participações societárias em atividades agroindustriais, direitos creditórios do agronegócio e demais ativos de mesma natureza).

<sup>90</sup> Os FIPs, de acordo com o art. 14 da ICVM 578/2016, conforme alterada, dividem-se em: (i) capital semente; (ii) empresas emergentes; (iii) infraestrutura (FIP-IE); (iv) produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação (FIP-PD&I); e (v) multiestratégia.

O Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária até pode – e é comum – ser firmado por FIPs, investidores em participação societária, mas, igualmente, não nos traz diferentes complexidades do que apresentaria a de um investidor próprio.

O estudo que se pretende no presente capítulo diz respeito à relação de *affectio societatis*<sup>91</sup> entre as Partes (investidora/mutuante e investida/mutuária), ainda que se discuta, atualmente, a superação de tal elemento no Direito Societário Moderno – como visto por Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Marcelo Vieira von Adamek –, sobretudo nos casos de perda superveniente de tal elemento subjetivo de intenção de se tornar sócio, o que não necessariamente decorreria de um impasse decorrente de uma desinteligência entre as partes, mas por circunstâncias alheias que modificaram as características subjetivas do próprio investidor.

## 6.1. O investidor

O estudo em relação à figura do investidor fica circunscrito à pessoa física do investidor e ao veículo societário de investimento em outras sociedades, seja, tipicamente, como subscrição e integralização de capital social, seja, atipicamente, como estruturas de dívida conversíveis em participação societária.

Nesse sentido, importa alertar que os veículos de investimento, adotando a classificação própria de Fábio Ulhoa Coelho, podem se revestir dos tipos societários maiores (sociedades limitada e anônima) e dos tipos societários menores (sociedades em comandita, sociedades em nome coletivo e sociedades em conta de participação), que não merecem maiores desdobramentos, em razão de serem, efetivamente, pouco utilizados no País, à exceção da Sociedade em Conta de Participação – SCP, que, a bem da verdade, “não passa de um contrato de investimento comum, que o legislador, impropriamente, denominou de *sociedade*”<sup>92</sup>, apesar da discussão que há, doutrinariamente, “se a sua natureza jurídica é, de fato, societária”<sup>93</sup>.

---

<sup>91</sup> Importa registrar que Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Marcelo Vieira von Adamek criticam a “aplicação acrítica e abusada da noção de *affectio societatis*, ainda em voga no direito societário brasileiro”, e que acaba sendo “incompatível com a evolução da ciência jurídica universal” (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Affectio societatis*: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). *Direito societário contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 133).

<sup>92</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. vol. 2, p. 513.

<sup>93</sup> MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R. Sociedade em conta de participação. Conceito, características, regime jurídico. Evolução histórica. Natureza jurídica. Legalidade e utilidade. Distinção de consórcio. In: PITTA, Andre Grunspun; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). *Direito societário e outros temas de direito empresarial aplicado*. São Paulo: Quartier Latin, 2021. p. 802.

Há quem defenda se tratar de um contrato não societário – a exemplo de prof. Fábio Ulhoa Coelho, usando o fundamento de Tullio Ascarelli da ausência de plurilateralidade no contrato de SCP, bem como Alfredo de Assis Gonçalves Neto –, mas há, igualmente, quem defenda que o contrato de SCP é, sim, de natureza societária, como defendem João Pedro Scalzilli e Luis Felipe Spinelli.

O fato é que a SCP se presta a ser veículo de investimento (típico) em tipos societários maiores (como sócios ostensivos), mas incompatível com o contrato objeto do presente estudo, que se presta à capitalização atípica de sociedades no Brasil – desprezando-se, assim, aprofundamento no presente trabalho.

Como nos é usual, as sociedades podem ser classificadas quanto à sua composição, ou, nas lições de André Luiz Santa Cruz Ramos, “quanto às condições de alienação da participação societária”<sup>94</sup>, em sociedades de pessoas, em que a vinculação entre os sócios é baseada no *intuitu personae*, e em sociedades de capital, nas quais não importa a relação subjetiva que lastreia o interesse em empreender por meio de sociedades, mas sim a reunião dos recursos financeiros, direitos e bens (suscetíveis de avaliação pecuniária) por parte de seus sócios.

Tal classificação importa na medida em que, “enquanto na sociedade de pessoas o quadro social deve manter-se constante, na sociedade de capitais a mutabilidade dos sócios é a regra”<sup>95</sup>.

Nas sociedades de pessoas, portanto, a relação subjetiva entre os sócios, pautada na boa-fé e na confiança, é fator determinante para a estruturação de determinada sociedade, o que se chama de *affectio societatis* – que “significa confiança mútua e vontade de cooperação conjunta, a fim de obter determinado benefício, e o elemento de confiança é da essência da sociedade. Por tal razão, é dever do sócio colaborar, mas colaborar lealmente para a consecução do fim comum”<sup>96</sup>.

Vejamos o que nos ensina Sérgio Campinho, a propósito da classificação das sociedades de pessoas e de capital:

As sociedades podem também estar classificadas tendo em consideração a pessoa dos sócios. Dependendo da sua estruturação econômica, na qual se irá verificar a influência maior ou menor da condição pessoal do sócio, podem as sociedades ser divididas em sociedades de pessoa e sociedades de capital. Nas primeiras, a figura do sócio é o elemento fundamental da formação societária. A sociedade se constitui tendo

<sup>94</sup> RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *Curso de direito empresarial*. 2. ed. Salvador: JusPodivm, 2008. p. 299.

<sup>95</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 12. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 74.

<sup>96</sup> MELLO FRANCO, Vera Helena apud FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Affectio societatis: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social*. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). *Direito societário contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 156.

por referência a qualidade pessoal do sócio. Fica ela, nesse contexto, subordinada à figura do sócio (conhecimento e confiança recíproca, capacitação para o negócio etc.). Nas segundas, o ponto de gravidade da sociedade não reside na qualificação subjetiva do sócio, mas sim na sua capacidade de investimento. A importância está na contribuição do sócio para a formação do capital social, sendo relegada a um plano secundário a sua qualidade pessoal. Para tais sociedades é desinfluyente quem é o titular da condição de sócio, mas sim a contribuição material que ele é capaz de verter para os fundos sociais<sup>97</sup>.

Assim, em uma estrutura de investimento de mútuo conversível, a propósito da perspectiva subjetiva da investida, que no final das contas receberá o *funding* e, assim, converterá o direito de crédito em subscrição de capital social – compensando o direito de crédito do investidor com a obrigação de integralização das frações subscritas –, a figura do investidor traz relevante expressão para o referido negócio jurídico, já que, em razão de mudanças próprias de sua estrutura interna, as pessoas que, por *apresentação*<sup>98</sup> da pessoa jurídica, firmaram o Contrato de Mútuo Conversível em Participação na qualidade de investidor talvez não sejam as mesmas que *apresentarão* na conversão do crédito em participação e, portanto, firmarão os documentos próprios, tornando, assim, a pessoa jurídica investidora sócia da sociedade investida.

Ademais, as próprias partes subscritoras do contrato de mútuo conversível podem ter tido alguma desinteligência entre si, que, inclusive, tenha provocado o vencimento antecipado do mútuo, resolvendo-se, portanto, o negócio jurídico de *convertible debt*. Afinal, a ruptura da relação, operando-se uma causa de resolução contratual do mútuo conversível, seria, por conseguinte, causa de ruptura da *affectio societatis* entre as partes (admitindo-se que tenha havido o exercício do direito subjetivo de conversão).

Portanto, no âmbito da autonomia da vontade, com vistas a estabilizar relações contratuais conversíveis em participação societária, faz-se importante que as sociedades investidas/mutuárias tenham previsibilidade quanto à pessoa natural que “representa” a investidora com vistas a mitigar riscos de desinteligência societária futura que coloque em risco o exercício da atividade própria de empresa, além, por óbvio, de regulamentar as repercussões que um impasse gerador de desinteligência parassocial pode acarretar (entre investidor e investida) e que possa – tal desinteligência – levar à quebra de uma *affectio societatis* entre investidor e investida.

O fato é que somos da opinião de que, em havendo a ruptura da *affectio societatis* entre mutuante e mutuária, por exemplo, ainda no momento de vigência do negócio jurídico de mútuo

---

<sup>97</sup> CAMPINHO, Sérgio. *O direito de empresa à luz do Código Civil*. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 62.

<sup>98</sup> Como assim nos ensina Fábio Ulhoa Coelho, ao afirmar que as pessoas naturais na administração não representam a sociedade, mas sim apresentam – tornam a pessoa jurídica presente.

conversível, eventual exercício do direito de conversão pela mutuante (com conversão da dívida em participação societária), na sequência, provocaria o desfazimento da relação societária exatamente pela ausência de *affectio societatis* em uma sociedade de pessoas<sup>99</sup>, independentemente do tipo societário, admitindo-se a efervescência empírica atual das sociedades heterotípicas<sup>100</sup> no Brasil.

O desfazimento do vínculo societário por ausência superveniente da *affectio* seria causa, portanto, para exercício de direito de retirada, como espécie de dissolução parcial de sociedade, sendo certo que a quebra da *affectio societatis*, de per si, não justificaria a exclusão de sócios, como têm se inclinado os nossos tribunais – a exclusão só se justifica nas hipóteses dos arts. 1.030<sup>101</sup> e 1.085<sup>102</sup> do Código Civil, quando houver, portanto, configuração de justa causa ensejadora da exclusão, já que é medida extrema e excepcional.

É o que nos ensinam Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Marcelo Vieira von Adamek:

Na realidade, a quebra da *affectio societatis* jamais pode ser considerada causa de exclusão. Pelo contrário, a quebra de *affectio societatis* é, quando muito, consequência de determinado evento, e tal evento, sim, desde que configure quebra grave dos deveres sociais imputável ao excluindo poderá, como *ultima ratio*, fundamentar o pedido de exclusão de sócio. Em todo caso, será indispensável demonstrar o motivo desta quebra da *affectio societatis*, e não apenas alegar a consequência, sem demonstrar a sua origem e o inadimplemento de dever de sócio que aí possa estar. A quebra da *affectio societatis*, insista-se, não é causa de exclusão de sócio; o que pode eventualmente justificar a exclusão de sócios é a violação dos deveres de lealdade e de colaboração, deveres esses que, a depender do tipo societário e da sua exata conformação pelo metro do fim social, podem ser mais ou menos alargados<sup>103</sup>.

Superada, assim, a questão da formação do vínculo subjetivo entre investidor e investida, trataremos, a seguir, da estruturação da conversão em ambos os tipos societários maiores no Brasil.

<sup>99</sup> Sobretudo diante do caso das sociedades anônimas heterotípicas, tendo em vista que a jurisprudência do STJ vem reconhecendo, na presente data, a possibilidade jurídica de dissolução parcial de sociedade anônima, classificada como de capital fechado, em que se evidencie o laço subjetivo entre os sócios, ao fundamento de quebra da *affectio societatis*.

<sup>100</sup> Heterotipia é conceito criado por Marcelo Guedes Nunes, em sua tese de doutorado, para tratar das sociedades de tipos maiores com características de outra, quando disputas são submetidas ao judiciário, que, em vez de aplicar normas próprias de um tipo, aplica normas do outro.

<sup>101</sup> “**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.”

<sup>102</sup> “**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.”

<sup>103</sup> FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Affectio societatis*: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). *Direito societário contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 155.

## 6.2. A sociedade limitada como mutuária

Na sociedade limitada, o exercício de conversão com base no direito subjetivo do investidor/mutuante, por meio de comunicado expresso e prévio, nos exatos termos contratados, provocará o aumento de capital social na investida/mutuária, subscrito e integralizado pelo investidor-mutuante, por meio de compensação decorrente do direito de crédito líquido e exigível contra a sociedade investida, garantindo-lhe a participação societária correspondente prevista no Contrato de Mútuo Conversível, promovendo, assim, a alteração contratual correspondente.

O aumento de capital social na sociedade limitada, que está disciplinado no art. 1.081<sup>104</sup> do Código Civil, só é possível quando todas as quotas subscritas estejam totalmente integralizadas.

Realizada a reunião de sócios com vistas a deliberar sobre o aumento de capital social, cujo quórum<sup>105</sup> será o necessário à alteração do contrato social (CC, art. 1.076, I, c/c art. 1.071, V), terão os sócios 30 dias para exercer o direito de preferência para participar do aumento de capital social, na proporção das quotas de que sejam titulares.

Caso determinado sócio não exerça o direito de preferência, poderá cedê-lo, onerosa ou gratuitamente, aplicando, neste particular, o art. 1.057 do Código Civil, que prescreve que, na omissão do contrato social, o sócio pode ceder sua quota, total ou parcialmente, a quem seja sócio, independentemente de audiência dos outros, ou a estranho, se não houver oposição de titulares de mais de 25% do capital social.

Importa esclarecer que a regra constante do art. 520 do Código Civil, que prevê que “o direito de preferência não se pode ceder nem passa aos herdeiros” não se aplica à realidade societária.

É o que nos ensina Ivo Waisberg:

Claramente, então, a regra do art. 520 do Código Civil não se aplica. Como já dito, não é viável alegar que a intransmissibilidade seja característica da preferência como

<sup>104</sup> “**Art. 1.081.** Ressalvado o disposto em lei especial, integralizadas as quotas, pode ser o capital aumentado, com a correspondente modificação do contrato.

§ 1º Até trinta dias após a deliberação, terão os sócios preferência para participar do aumento, na proporção das quotas de que sejam titulares.

§ 2º À cessão do direito de preferência, aplica-se o disposto no *caput* do art. 1.057.

§ 3º Decorrido o prazo da preferência, e assumida pelos sócios, ou por terceiros, a totalidade do aumento, haverá reunião ou assembleia dos sócios, para que seja aprovada a modificação do contrato.”

<sup>105</sup> Há quem defenda (Otávio Vieira Barbi e Sérgio Botrel) que esse quórum seria o de maioria simples (CC, art. 1.076, III), já que não há previsão específica no Código Civil. Entretanto, tal deliberação só será materializada mediante alteração do contrato social, que impõe o quórum de três quartos previsto no art. 1.076, I.

instituto do Direito Obrigacional, pois, como já ressaltamos acima, na própria posituação da preferência para subscrição de novas ações a cessão é expressamente permitida. Portanto, a vedação não é característica do gênero – insista-se – mas da espécie.<sup>106</sup>

Após o prazo de exercício do direito de preferência pelos sócios, e tendo a totalidade do aumento sido subscrita por sócios ou por terceiros, nos termos que o § 3º do art. 1.081 do Código Civil chama de “assumida (...) a totalidade do aumento”, haveria nova reunião ou assembleia de sócios para instrumentalização do aumento do capital social – o que, na prática societária, não é um rito frequente<sup>107</sup>.

Importante registrar, em razão do presente estudo, que a conversão do *debt* em *equity*, isto é, a conversão do direito de crédito em subscrição de novas quotas, integralizando-as com o direito de crédito (CC, art. 997, III), ocorrendo a compensação entre dívidas líquidas, vencidas e de coisas fungíveis (CC, art. 369), promoverá a alteração contratual correspondente, formalizando, assim, o aumento de capital social e a subscrição pelo investidor/mutuante, tendo os sócios da sociedade mutuante já manifestado sua aprovação no próprio contrato de mútuo conversível.

Necessário salientar que o inadimplemento do dever de implementar a conversão do *debt* em *equity* por parte da sociedade (e, por óbvio, de seus sócios) ensejará a propositura de ação de execução de obrigação de fazer (CPC, art. 814), de modo a obter tutela judicial específica determinando a conversão do crédito em participação societária, seguindo-se o rito previsto no Código Civil para aumento de capital social.

Ponto importante que merece registro diz respeito ao preço de emissão das novas quotas subscritas pelo investidor/mutuante em razão do exercício do seu direito subjetivo de conversão, que deverá ser fixado em valor patrimonial ou econômico, o que for de interesse da sociedade e dos sócios, sendo imperioso esclarecer que o aumento de capital social com preço de emissão de novas quotas por valor inferior ao do patrimonial levará à diluição injustificada dos demais sócios.

No aumento de capital social subscrito por investidores, incluindo a conversão de dívida em *equity*, caso dos mútuos conversíveis, a precificação da emissão de novas quotas será a do *valuation* previsto no Contrato de Mútuo Conversível, que, em razão do contexto econômico da sociedade investida, seguirá um critério econômico, com base em Fluxo de Caixa Descontado – FCD ou múltiplo de EBITDA, conforme tratamos no item 5, *supra*, ou qualquer

---

<sup>106</sup> WAISBERG, Ivo. *Direito de preferência para aquisição de ações*: conceito, natureza jurídica e interpretação. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 148.

<sup>107</sup> A prática comum é que a alteração contratual já materialize o aumento de capital social; a deliberação de aprovação de aumento já é formalizada na alteração contratual correspondente.

outro critério que leve em consideração “a perspectiva de rentabilidade da companhia” (LSA, art. 170, § 1º, I).

Nesse sentido, vejamos o que nos ensina Sérgio Botrel:

Note-se, contudo, que nas operações de aquisição primária envolvendo terceiros (fundos de investimentos, investidores estratégicos etc.), a fixação do valor de emissão das quotas é o ponto fulcral das negociações. Isso porque dificilmente o valor patrimonial ou econômico das quotas será igual ao seu valor nominal (capital social dividido pelo número de quotas), em especial quando as quotas são avaliadas pelos métodos de fluxo de caixa descontado ou por múltiplos de EBTIDA (sic)<sup>108</sup>.

Importante registrar que a emissão de quotas com base em critério econômico, com valor distinto do nominal, acarretará ágio ou deságio, ocorrendo a primeira hipótese se o critério econômico for superior ao do nominal e a segunda hipótese se o critério econômico for inferior ao do nominal.

Para a segunda hipótese – deságio – não há maiores repercussões.

Para a primeira hipótese, entretanto, a emissão de quotas com ágio, nas sociedades limitadas, acarreta tributação como receita não operacional, podendo totalizar, atualmente, em 34% de tributação sobre o valor do ágio (ganho de capital da pessoa jurídica, tributando-se em 15% de IRPJ, 9% de CSLL e 10% de adicional de IR).

O ágio é contabilizado em conta de reserva de capital, já que, de acordo com o § 1º do art. 182 da LSA:

§ 1º Serão classificadas como reservas de capital as contas que registrarem:  
a) a contribuição do subscritor de ações que ultrapassar o valor nominal e a parte do preço de emissão das ações sem valor nominal que ultrapassar a importância destinada à formação do capital social, inclusive nos casos de conversão em ações de debêntures ou partes beneficiárias.

Na limitada, portanto, essa contabilização provocará a tributação como receita não operacional da sociedade investida, o que compromete sobremodo o *use of proceeds* dos recursos mutuados em favor da sociedade investida, o que será apropriadamente estudado no item 7.1.3 da presente obra.

Entretanto, o art. 1.055 do Código Civil permite que o capital social seja dividido em quotas, iguais ou desiguais, cabendo uma ou diversas a cada sócio.

De uma primeira leitura do mencionado dispositivo legal, poder-se-ia inferir que as quotas seriam, simplesmente, desiguais com valores distintos, acomodando-se, assim, todos os

<sup>108</sup> BOTREL, Sérgio. *Fusões e aquisições*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 213.

direitos sociais, políticos e econômicos de acordo com a quantidade de quotas, incluindo as desiguais.

Esse não é o sentido da norma.

A norma permite apenas que quotas desiguais sejam emitidas, mas que devem, necessariamente, ter ágio contabilizado em reserva de capital (e não contabilizando todo o valor em conta de capital social), já que, inclusive, o art. 1.010 do Código Civil leva em consideração o direito político de voto segundo o valor das quotas de cada um (ou seja, o montante necessariamente aportado e não a quantidade de quotas).

É o que também entendem Bruno Fajerstajn e Ramon Tomazela Santos:

À primeira vista, essa evolução legislativa poderia sugerir que, com a superveniência do Código Civil de 2002, a possibilidade de registro de ágio na subscrição de quotas teria ficado prejudicada, na medida em que o referido diploma legal passou a admitir a existência de quotas com valores nominais desiguais. Essa não é, porém, a conclusão mais adequada. Isso porque a alteração promovida pelo Código Civil, no sentido de permitir a atribuição de valores diferentes para as quotas, não oferece uma solução conveniente, por assim dizer, para os casos em que os sócios desejam pactuar contribuições com valores distintos, mas com equilíbrio em relação aos direitos sociais, econômicos e políticos decorrentes da participação societária<sup>109</sup>.

Ainda nesse sentido, vejamos o que nos ensina André Luiz Santa Cruz Ramos:

Em princípio, cabe ao contrato social estabelecer que matérias dependerão de deliberação dos sócios. Em alguns casos, porém, é a própria lei que o faz, como na hipótese de transformação da sociedade (art. 1.114 do Código Civil). Em ambos os casos, as deliberações serão tomadas por maioria de votos, contados segundo o valor de cada um. É o que determina o art. 1.010 do Código.

A maioria mencionada pelo dispositivo legal acima mencionado é *absoluta*, segundo o disposto no seu §1º. E essa maioria absoluta não se refere ao número de sócios votantes, mas tão somente ao valor de suas quotas. Portanto, pode ser que numa determinada sociedade com cinco sócios os votos favoráveis de apenas dois sejam suficientes para aprovação da deliberação. Basta, nesse caso, que o valor de suas quotas somadas seja superior à metade do capital social.<sup>110</sup>

O fato é que o Código Civil não endereça a questão das quotas com valores desiguais com vistas a harmonizar e equalizar os direitos sociais, econômicos e políticos dos sócios, de sorte que, ao nosso sentir, a contabilização do ágio na conta de reserva de capital é medida única para compatibilização dos interesses dos sócios. E, nesse sentido, contabilizando o ágio

---

<sup>109</sup> FAJERSTAJN, Bruno; SANTOS, Ramon Tomazela. O ágio na subscrição de quotas de sociedade limitada. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 465.

<sup>110</sup> RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *O direito de empresa no Código Civil – comentários ao livro 2: arts. 966 a 1.195*. Rio de Janeiro: Método, 2011. p. 79.

em reserva de capital, ainda que deixando o valor nominal da quota em R\$ 1,00, por exemplo, haverá a tributação já mencionada.

Assim, com vistas a (i) evitar tributação desnecessária e (ii) compatibilizar os direitos sociais (políticos e econômicos) da sociedade investida, é costumeira a transformação da sociedade limitada em sociedade anônima, o que será visto no próximo item do presente trabalho.

### 6.3. A sociedade anônima como mutuária

Em contrapartida, a conversão do crédito em participação societária nas sociedades anônimas é medida que guarda correspondência com a sua própria estrutura, tendo em vista ser as companhias, usualmente, sociedades de capital, nas quais os elementos de formação do capital social são mais importantes do que os vínculos subjetivos que unem os sócios, como ocorre nas sociedades limitadas – ressaltando-se a sociedade anônima heterotípica, cunhada por Marcelo Guedes Nunes, conforme item 6.1 do presente trabalho.

Vejamos, nesse sentido, o que nos orienta Marcelo Barbosa Sacramone:

A sociedade de capitais, por seu turno, identifica os tipos societários em que é mais relevante a contribuição dos sócios que suas qualidades pessoais. Nesta, o ingresso e a transferência de ações são livres entre os sócios, os quais não precisam submeter a eficácia do negócio perante a companhia à prévia autorização dos demais. Na hipótese de falecimento, é possível o ingresso dos herdeiros como acionistas, sem a necessidade de dissolução parcial, como nas sociedades de pessoas, assim como a penhora das ações também é livremente admitida<sup>111</sup>.

Pois bem. O aumento de capital social nas sociedades anônimas ocorre mediante subscrição de novas ações, aprovada em Assembleia Geral Extraordinária, salvo se a Companhia tiver o regime de capital autorizado (LSA, art. 168<sup>112</sup>) – cujo aumento de capital social seria aprovado, dentro do limite da autorização, em reunião do conselho de administração, órgão obrigatório nessas companhias (LSA, art. 138, § 2º<sup>113</sup>).

Merece esclarecer que nas companhias, nos termos do art. 170 da LSA, depois de realizados 3/4, no mínimo, do capital social, pode ocorrer aumento mediante subscrição pública

---

<sup>111</sup> SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Manual de direito empresarial*. São Paulo: Saraiva Educação, 2020. p. 157.

<sup>112</sup> “**Art. 168.** O estatuto pode conter autorização para aumento do capital social independentemente de reforma estatutária.”

<sup>113</sup> “**Art. 138.** A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria.

§ 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores.

§ 2º As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração.”

ou particular de ações, sendo a subscrição pública a estrutura adequada no mercado de capitais, mediante intermediação de instituição financeira (*underwriter*) e regime de autorização da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, e a subscrição particular aquela que ocorre nas companhias que não possuem seus valores admitidos à negociação no mercado de capitais (LSA, art. 4º).

A emissão de novas ações decorrentes do aumento de capital social da companhia deverá ter seu preço fixado, sem diluição injustificada da participação dos acionistas, levando-se em consideração, alternativa e conjuntamente, os critérios de perspectiva de rentabilidade da companhia – que, na prática, nada mais é do que o valor econômico da sociedade –, o valor do patrimônio líquido da companhia e a cotação das ações em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado, tudo isso nos termos do § 1º do art. 170 da Lei das Sociedades por Ações.

É a partir do estabelecimento de critérios de fixação do preço de emissão de novas ações integrantes do capital social da sociedade emissora que surgem a ideia e as repercussões de diluição do acionista, já que, quanto menor o preço de emissão das novas ações, “maior a diluição dos acionistas que não acompanharem o aumento de capital”<sup>114</sup>.

O art. 171 da LSA estabelece que, na proporção do número de ações que possuem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital.

Aqui, no contexto da conversão do Contrato de Mútuo em Participação Societária, os demais acionistas, que deverão concordar com as condições de conversão, terão que ceder o direito de preferência para que o mutuante/investidor subscreva (integral ou em conjunto com outros acionistas ou terceiros) o aumento de capital social, que deverá, ao final da subscrição, garantir-lhe o percentual de participação previsto no Contrato de Mútuo Conversível em Participação.

Importa esclarecer que nas companhias, diferentemente do que ocorre nas sociedades limitadas, as ações podem ou não ter valor nominal, o qual “resulta da divisão do capital social da sociedade anônima pelo número de ações que ela tem emitidas (o valor-quociente)”<sup>115</sup>.

Isso quer dizer que, nas companhias com ações emitidas sem valor nominal, os acionistas terão liberdade para deliberar em Assembleia Geral (ou os conselheiros, quando a competência para emissão de novas ações for do conselho de administração, como já dito no caso de companhias com capital autorizado) quanto do preço de emissão das ações irá para a formação de reserva de capital e quanto irá para a conta de capital social.

---

<sup>114</sup> BOTREL, Sérgio. *Fusões e aquisições*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 216.

<sup>115</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. vol. 2, p. 104.

A parte do preço de emissão das ações sem valor nominal que ultrapassar a importância destinada à formação do capital social, igualmente, será contabilizada na conta de reserva de capital (LSA, art. 14, parágrafo único).

Entretanto, nas ações com valor nominal, será classificada como reserva de capital a contribuição do subscritor de ações que ultrapassar o valor nominal (LSA, art. 182, § 1º, *a*). Essa é uma repercussão contábil que trataremos, sem o devido aprofundamento próprio das ciências contábeis, em capítulo próprio.

Importa lembrar que as ações emitidas com ágio nas companhias – tendo o ágio o objetivo de buscar a emissão de novas ações pelo valor real da Companhia – não acarretarão incidência fiscal para a companhia em razão do que dispõe a norma prevista no art. 520 do Regulamento do Imposto de Renda (Decreto 9.580/2018), o qual consigna que o excesso não será computado para fins de determinação do lucro real.

Ou seja, o ágio na emissão das ações não sofrerá tributação como uma receita não operacional (com repercussões do ganho de capital de pessoa jurídica), o que será melhor tratado no item 7.1.1.2 do presente trabalho.

Assim, quando da conversão do crédito por parte do investidor/mutuante em participação societária na companhia/mutuária, tendo sido contratados um *valuation* e uma base para conversão em participação societária, o que será visto no capítulo seguinte, especificamente no item 7.1.1, haverá o conclave em Assembleia Geral Extraordinária (órgão competente para reforma de estatuto social, nos termos do art. 135 da LSA) ou uma Reunião de Conselho de Administração (quando a Companhia possuir o regime de capital autorizado), que deliberará pelo aumento de capital social, mediante emissão de novas ações, que serão subscritas pelo mutuante/investidor, integralizando-as mediante compensação, já que o investidor/mutuante detém crédito líquido e exigível contra a companhia e o mesmo investidor possui o débito da integralização.

Caso isso ocorra, o boletim de subscrição decorrente do aumento de capital social será firmado pelo investidor, materializando a compensação do dever de integralização com o direito de crédito decorrente do mútuo, que passará, após preenchimento do livro de registro de ações nominativas (LSA, art. 100, I), a ostentar a condição de acionista da companhia investida, já que tal lançamento é constitutivo de direito (e não apenas declaratório).

## 7. CLÁUSULAS ESSENCIAIS E FACULTATIVAS

Sendo o Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária o negócio jurídico pelo qual um mutuante empresta à sociedade mutuária recursos financeiros, com a obrigação, a depender de certas condições suspensivas, de restituir ao mutuante com quotas ou ações da sociedade mutuária, com vistas a operar os planos da existência, da validade e da eficácia, sobre os quais já discorremos anteriormente, algumas cláusulas essenciais e facultativas, respectivamente, devem e merecem ser observadas.

Como visto ao tratarmos do plano da existência, é preciso que o contrato objeto do presente estudo preveja, para além dos demais requisitos (próprios do plano da existência, quais sejam, agentes, objeto, forma e vontade), os específicos de validade e de eficácia, notadamente (i) o empréstimo de recursos financeiros com a efetiva tradição; (ii) a delimitação temporal; (iii) a conversão da dívida em participação societária, mediante restituição da coisa mutuada com as quotas ou ações emitidas pela sociedade mutuária, operando-se compensação, como dito anteriormente, o que dependerá de (iv) certas condições suspensivas, que são, usualmente, denominadas de condições precedentes.

Vejamos, doravante, as disposições obrigatórias e facultativas ao contrato ora em estudo.

### 7.1. Cláusulas essenciais

#### 7.1.1. A cláusula de conversão do crédito em participação societária

A cláusula de conversão do crédito decorrente do mútuo em participação societária (ou *equity*) é um dos elementos essenciais do negócio jurídico em questão, que o torna, particularmente, híbrido, atípico, complexo em relação ao contrato de mútuo civil típico (CC, art. 586).

A cláusula de conversão do direito de crédito em *equity* decorrente da relação jurídica de base de mútuo civil acaba por instrumentalizar um negócio jurídico unilateral aperfeiçoado de forma receptícia da vontade do investidor/mutuante.

É com base no exercício de um direito subjetivo do investidor, que, verificado, i.e., exercido por ele, altera a natureza jurídica do contrato de mútuo (típico) para outro negócio jurídico atípico, híbrido e complexo.

Ocorre, portanto, uma transmutação da natureza do contrato (de crédito-débito para contrato plurilateral de natureza societária).

A cláusula de conversão é, em decorrência da autonomia de vontade das partes, disposição de livre contratação sobre seu alcance, podendo, assim, depender de (i) prazo de vencimento; (ii) eventos obrigatórios para conversão – o que podemos chamar de eventos de liquidez (novas captações, via aquisição primária e/ou secundária ou por meio de novas dívidas conversíveis firmadas); (iii) vencimento antecipado desde que determinadas obrigações por parte da mutuária sejam inadimplidas, tudo isso a critério, única e exclusivamente, do mutuante/investidor, sem prejuízo de outras disposições e pretensões por parte do investidor/mutante, sendo as presentes, ao nosso sentir, as obrigatórias.

Nesse sentido, vejamos o que nos instruem Lucas Caminha e Gustavo Flausino Coelho:

No contrato de mútuo conversível, inclui-se certos períodos/eventos a partir dos quais o investidor anjo pode converter sua dívida em participação. Segundo padrão de mercado, são essas as hipóteses de conversão de dívida mais comuns: **(i)** direito de converter a qualquer tempo, sem qualquer restrição; **(ii)** data de vencimento do mútuo; **(iii)** cumprimento de certo KPI (p. ex. faturamento de R\$ 500 mil ou vendas para 10 mil clientes); **(iv)** ocorrência de um evento de vencimento antecipado; e **(v)** ocorrência de um evento de liquidez<sup>116</sup>.

Na ocorrência dos eventos que entendemos minimamente obrigatórios, dependerá de notificação de exercício de um direito subjetivo (relação triangularizada entre titular, destinatário e objeto) do investidor/mutuante de conversão. Pode ele converter ou não, a seu único e exclusivo critério – tal qual um direito subjetivo –, portanto, o direito de crédito em participações societárias no âmbito de uma sociedade limitada ou de uma sociedade anônima.

Importa registrar que, quando mencionamos “eventos” de conversão, eles podem possuir natureza de condição suspensiva (CC, art. 125) ou de termo (CC, art. 131).

Quer isso dizer que a condição suspensiva subordina os efeitos do negócio jurídico à sua verificação, ou seja, um evento incerto e indeterminado, enquanto o termo se refere a uma data certa, a um acontecimento determinado.

Ao nosso sentir, os eventos de liquidez são condições suspensivas e o prazo de vencimento é termo, particularmente.

Nesse particular, vejamos o que nos ensinam, mais uma vez, Giulliano Tozzi Coelho e Luiz Gustavo Garrido:

Segundo Venosa (2008, p. 450), quanto à sua natureza jurídica, a cláusula de conversão pode possuir elementos de “condição”, quando condicionar-se o acontecimento a um evento futuro e incerto, e pode possuir elementos de “termo”, quando condicionar-se o início ou o término do acontecimento a evento futuro e certo, tal qual é o caso da data prefixada.

---

<sup>116</sup> CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. *Captação de recursos por startups*. São Paulo: Almedina, 2020. p. 189-190.

Conclui-se que enquanto não identificado o cumprimento da condição a que se vinculam os efeitos do exercício da conversão de dívida em participação da empresa, o investidor não poderá exercer o referido direito. Em contrapartida, caso estipulada data (termo, i.e., um acontecimento futuro e certo) em que ocorrerá automaticamente a mencionada conversão, esta constituirá imediatamente o direito a ser exercido (GONÇALVES, 2004, p. 465)<sup>117</sup>.

A conversão ocorrerá em regras já convencionadas entre mutuante/investidor e sociedade mutuária/investida, especificamente com base em critérios econômicos de precificação (*valuation*).

É, portanto, o *valuation* contratado entre as partes celebrantes do *funding* híbrido que servirá de critério para fixação do preço de emissão das novas quotas (CC, art. 1.055) ou ações (LSA, art. 170, § 1º, I). É com base no *valuation* que se estabelece um número predeterminado de frações de capital social (quotas ou ações) que serão outorgadas/subscritas por parte do investidor na sociedade investida.

Nos Estados Unidos na América, por exemplo, um “privilégio de conversão” (ou lá chamado de *conversion privilege*) outorga ao investidor/credor uma segurança atrativa, facilitando esse tipo de captação de recursos por dívida por parte das companhias/devedoras (por meio, exatamente, da atratividade da conversão).

Nesse sentido, vejamos o que ensinam James D. Cox e Thomas Lee Hazen, professores da *Duke University* e da *University of North Carolina at Chapel Hill*, respectivamente:

*Conversion Privilege. In order to make a security attractive, corporations often confer upon bond or debenture holders the privilege of exchanging their securities for a predetermined number of shares of stock. This is known as a right or privilege of conversion*<sup>118</sup>.

Importa esclarecer que, na dinâmica de captação de recursos por sociedades dos mais diversos estágios (*seed stage, early stage, expansion stage e later stage*), em que pese ser uma estrutura contratual vista usualmente na realidade de *startups* – apesar de entendermos que tal modelo pode beneficiar todas as estruturas societárias maiores no Brasil –, costuma-se precisar a perspectiva de rentabilidade de uma empresa (enquanto atividade) com base em duas figuras de avaliação, chamadas de *valuation pre-money* e *valuation post-money*.

<sup>117</sup> COELHO, Giuilliano Tozzi; GARRIDO, Luiz Gustavo. Dissecando o contrato entre *startups* e investidores anjo. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (coord.). *Direito das startups*. Curitiba: Juruá, 2016. p. 138-139.

<sup>118</sup> COX, James D.; HAZEN, Thomas Lee. *Business Organizations Law*. Third Edition. Thomson Reuters, 2011. p. 537.

Em tradução livre: “**Privilégio de conversão.** A fim de tornar um título atraente, as empresas frequentemente conferem aos titulares de títulos ou debenturistas o privilégio de trocar seus títulos por um número predeterminado de ações. Isso é conhecido como um direito ou privilégio de conversão”.

O *valuation pre-money* é aquele que não leva em consideração o aporte feito pelo mutuante/investidor, ou seja, determina-se um critério atual que levou em consideração a captação de recursos (geralmente, utilizando uma métrica usual de mercado, como múltiplo de EBITDA – *Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization* ou DCF – *Discounted Cash Flow*).

O *valuation post-money*, em contrapartida, leva em consideração os níveis atingidos pela mutuária/investida com o aporte feito por mutuante.

Vejam os que vaticinam Bruno Feigelson, Erik Fontenele Nybo e Victor Cabral Fonseca:

Entende-se como *pre-money* aquele *valuation* atribuído à *startup* de forma a desconsiderar o valor que a empresa possui nesta operação de investimento. Ou seja, trata-se do valor da *startup* antes de realizado o investimento que um investidor pretende efetuar. De outro lado, entende-se como *post-money* o *valuation* atribuído à *startup* já contabilizando o aumento na valorização da companhia após efetuado o potencial investimento<sup>119</sup>.

Assim, com base no *valuation (pre-money ou post-money)* contratado, haverá a emissão de novas frações de capital social da sociedade mutuária, importando, neste particular, os tipos societários (maiores – como nos ensina Fábio Ulhoa Coelho), já que, em ambos os casos, há repercussões jurídicas com a conversão – o que já tratamos anteriormente.

A conversão do crédito em participação é um direito subjetivo do credor/investidor, que terá, como visto, tríplice opção: a) converter o crédito em *equity*; b) não converter e ser restituído do mútuo; ou c) remir a dívida. As opções a, b e c são obrigações alternativas, cabendo a escolha de qualquer uma delas, especificamente, ao credor/investidor, que deve prever a faculdade, sob pena de competir exclusivamente ao devedor, nos termos do art. 252 do Código Civil<sup>120</sup>.

#### 7.1.1.1. A conversão do crédito em *equity* na sociedade limitada

Como visto anteriormente, o Código Civil disciplina que o capital social das sociedades limitadas se divide em quotas, iguais ou desiguais, cabendo uma ou diversas a cada sócio (art. 1.055).

Sobre a definição e a natureza jurídica das quotas, vejamos o que nos ensina Modesto Carvalhosa:

<sup>119</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. *Direito das startups*. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 226.

<sup>120</sup> “Art. 252. Nas obrigações alternativas, a escolha cabe ao devedor, se outra coisa não se estipulou.”

Essas duas noções de quota social convergem para a classificação atualmente adotada pela doutrina, que entende a quota como um direito que possui duas perspectivas: uma perspectiva patrimonial e outra pessoal. Na primeira perspectiva é entendida como crédito relativo à percepção de lucros da sociedade e na eventual partilha de massa falida. Na segunda é entendida como uma série de direitos à qualidade de sócio (*status socii*)<sup>121</sup>.

Como previsto no art. 1.055 do Código Civil, as quotas podem ter valores diferentes, de acordo com cada emissão, regime esse que se denomina de pluralidade de quotas – em detrimento de outros dois regimes, o de *quota única inicial* e o de *quota única permanente* –, que acaba por trazer facilidades “(i) na realização do capital social, (ii) na distribuição dos lucros, (iii) no cômputo de votos, (iv) na cessão e transferência de quotas, bem como (v) na minimização dos problemas da quota indivisa e do condomínio de quotas”<sup>122</sup>.

Sobre os valores diferentes das quotas, vejamos o que nos diz Tavares Borba sobre o assunto:

De acordo com a lei (art. 1.055), as cotas serão de valor igual ou diferente. Essa alternativa já existia no regime da legislação anterior, sendo função do contrato dividir o capital em cotas de valores desiguais, cabendo a cada sócio parcelas distintas e identificadas no capital social, ou distribuir todo o capital por cotas de idêntico valor unitário, hipótese em que cada sócio subscreverá e possuirá um determinado número de cotas de igual expressão. Se as cotas forem de valores desiguais, o cômputo das maiorias levará em consideração, não o número de cotas, mas sim o montante de capital detido por cada sócio.

Na prática, sempre se adotou o sistema de cotas de igual valor, graças à simplificação que oferece<sup>123</sup>.

Portanto, percebe-se que, na estrutura das sociedades limitadas, a emissão de quotas com valores desiguais acarretará o cômputo de votos em exercício de direito político pela quantidade de recursos aportados e não pela quantidade de quotas subscritas – o que acaba por não endereçar da melhor forma a relação existente entre investidor e investida, como já observamos anteriormente.

Outrossim, quando exercido o direito subjetivo do mutuante/investidor em converter o seu direito de crédito em participação societária, mediante subscrição de novas quotas – integralizadas mediante a compensação com o crédito do mútuo –, a sociedade limitada, que é a mutuária, promove, por meio de deliberação de seus sócios (CC, art. 1.071, V), o aumento de

<sup>121</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários ao Código Civil: parte especial – do direito de empresa*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2005. vol. 13, p. 68.

<sup>122</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários ao Código Civil: parte especial – do direito de empresa*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2005. vol. 13, p. 69

<sup>123</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 12. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 131-132.

seu capital social, emitindo novas frações do capital social, subscritas e integralizadas por parte do mutuante/investidor.

Acontece que, quando as partes celebram o Contrato de Mútuo Conversível em Participação (e uma de suas cláusulas obrigatórias), é essencial a definição do preço de emissão de novas frações de capital social quando da conversão do *debt* em *equity*, o que ocorre com base no *valuation*, que leva em consideração, geralmente, a sua perspectiva de rentabilidade (critério econômico de precificação de determinada sociedade).

Nesse particular, a emissão de novas quotas ocorreria com preço distinto de outras emitidas, sem guardar correspondência com o valor nominal (ou até mesmo patrimonial – em sociedades *seed, early, expansion stage*), caracterizando, assim, um “ágio” em relação ao valor nominal das quotas já emitidas, o que, na sociedade limitada, é fato gerador de tributação como receita para determinação do lucro real, o que não ocorre nas sociedades anônimas – conforme veremos no item seguinte.

Vejamos, assim, o que vaticinam Lucas Caminha e Gustavo Flausino Coelho:

Quando o mútuo é convertido, a participação que cabe ao anjo é definida com base no *valuation* atribuído à *startup*, o qual leva em conta expectativa de sucesso com base em intangíveis e projeções futuras, conforme capítulo 4.4. Dessa forma, o valor subscrito pelo investidor no aumento de capital da *startup* será sempre superior ao valor patrimonial que a participação adquirida representa. Tal diferença entre o valor patrimonial da participação e o valor efetivamente pago para adquirir a participação chama-se *ágio*.

(...)

Essa vantagem fiscal quer dizer, na prática, que o ágio recebido pela sociedade anônima pelas ações de seu aumento de capital não é tributado, conforme expressamente ratificado no art. 38 do Decreto-Lei nº 1.598/1997. No entanto, essa eficiência fiscal não é prevista em lei para sociedades limitadas, ainda que o contrato social reflita aplicação supletiva da Lei das Sociedades por Ações (art. 1.053 do Código Civil)<sup>124</sup>.

Tal repercussão fiscal acaba por representar um grande ônus para a instrumentalização da conversão do crédito em participação societária dentro de estruturas de sociedades limitadas, tipo usual no cotidiano, menos custoso, e que representa um número de 76 vezes a quantidade de sociedades anônimas, em recente levantamento feito na Junta Comercial do Estado de São Paulo – Jucesp.

#### 7.1.1.2. A conversão do crédito em equity na sociedade anônima

<sup>124</sup> CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. *Captação de recursos por startups*. São Paulo: Almedina, 2020. p. 193-194.

Por outro lado, a emissão de frações de capital social com valores diferentes é uma dinâmica usual nas Sociedades Anônimas, merecendo registrar que ação é a “fração negociável em que se divide o capital social, representativa dos direitos e obrigações do acionista”<sup>125</sup>, importando sempre o valor justo na emissão das novas ações, como reflexo do princípio da realidade do capital social.

A Lei das Sociedades por Ações possibilita que as ações possam ter ou não valor nominal<sup>126</sup> – o que não ocorre nas sociedades limitadas, em que não se permite a “emissão de quotas sem valor nominal”<sup>127</sup> –, significando dizer que, não possuindo valor nominal, as ações poderão ter o preço de emissão fixado com parte destinada à formação de reserva de capital – isso com maior liberdade por parte dos acionistas que aprovam a emissão de novas ações por, especificamente, aumento de capital social.

Nesse sentido, o art. 182 da LSA<sup>128</sup> prevê que serão classificadas como reservas de capital as contas que registrarem a contribuição do subscritor de ações que ultrapassar o valor nominal e a parte do preço de emissão das ações sem valor nominal que ultrapassar a importância destinada à formação do capital social, inclusive nos casos de conversão em ações de debêntures.

Essa contribuição que ultrapassa o valor nominal e a parte que ultrapassa a importância destinada à formação do capital social são chamadas, usualmente, de ágio – que se reverte em proveito da companhia. “No sistema da Lei das S.A., a emissão de ação por preço superior ao valor nominal, isto é, com ágio, deverá ser a regra e não a exceção”<sup>129</sup>.

Nesse sentido, vejamos igualmente o que vaticina Modesto Carvalhosa:

O montante total do ágio reverte em favor da sociedade, constituindo o seu valor reserva de capital (art. 182). Essa reserva somente pode ser destinada a absorção de prejuízos que ultrapassarem os lucros acumulados e a reserva de lucros; resgate, reembolso ou compra de ações; resgate de partes beneficiárias (companhias fechadas);

<sup>125</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 7. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2013. vol. 1. p. 208.

<sup>126</sup> “**Art. 11.** O estatuto fixará o número das ações em que se divide o capital social e estabelecerá se as ações terão, ou não, valor nominal.”

<sup>127</sup> PITTA, André Grünspun. A possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada regida supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 520.

<sup>128</sup> “**Art. 182.** A conta do capital social discriminará o montante subscrito e, por dedução, a parcela ainda não realizada.

§ 1º Serão classificadas como reservas de capital as contas que registrarem: a) a contribuição do subscritor de ações que ultrapassar o valor nominal e a parte do preço de emissão das ações sem valor nominal que ultrapassar a importância destinada à formação do capital social, inclusive nos casos de conversão em ações de debêntures ou partes beneficiárias;”.

<sup>129</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*: arts. 138 a 205. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. vol. III. p. 397.

incorporação ao capital social; ou pagamento de dividendos às ações preferenciais (art. 200)<sup>130</sup>.

A propósito da emissão de novas ações com ágio – que tem como objetivo buscar a emissão de novas ações pelo valor real da Companhia –, o art. 520 do Regulamento do Imposto de Renda (Decreto 9.580/2018) prevê que tal excesso não será computado para fins de determinação do lucro real – ou seja, o ágio não sofrerá tributação como uma receita não operacional:

**Art. 520.** Não serão computadas, para fins de determinação do lucro real, as importâncias creditadas a reservas de capital que o contribuinte, com a forma de companhia, receber dos subscritores de valores mobiliários de sua emissão a título de: I – ágio na emissão de ações por preço superior ao valor nominal ou a parte do preço de emissão de ações sem valor nominal destinadas à formação de reservas de capital; II – valor da alienação de partes beneficiárias e bônus de subscrição; e III – lucro na venda de ações em tesouraria.  
Parágrafo único. O prejuízo na venda de ações em tesouraria não será dedutível para fins de determinação do lucro real.

Assim, exercido o direito subjetivo de conversão do crédito (*debt*) em participação societária (*equity*) nas Sociedades Anônimas, a sociedade mutuária-investida emitirá, por meio de aprovação em deliberação em Assembleia Geral Extraordinária, novas frações de seu capital com ágio sem a tributação correspondente (ganho de capital), nos termos do art. 520 do Regulamento do Imposto de Renda, aprovando o aumento de capital social, subscrito e integralizado pelo investidor-mutuante, por meio de compensação decorrente do direito de crédito líquido e exigível contra a Companhia, garantindo-lhe a participação societária correspondente prevista no contrato de mútuo conversível.

Sobre a compensação entre direito e obrigação, no contexto do mútuo firmado, vejamos o que nos ensina, mais uma vez, Modesto Carvalhosa:

Nas subscrições de capital em dinheiro é possível que o pagamento se dê por compensação, caso tenha o subscritor um crédito líquido e exigível contra a companhia. É o que está previsto no Código Civil, em seus arts. 368 e seguintes, não havendo qualquer norma extravagante que iniba a aplicação dessa regra à espécie. Entre as possibilidades de compensação de dívida de integralização com crédito do acionista junto à companhia encontra-se a de dividendos regularmente creditados, dentro do prazo legal<sup>131</sup>.

Com a aprovação da deliberação do aumento de capital social em assembleia geral extraordinária, subscrito pelo mutuante/investidor, que subscreveu o aumento de capital social

<sup>130</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. vol. 3, p. 745.

<sup>131</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. vol. 3, p. 755.

em dinheiro e, com isso, aperfeiçoou a compensação entre o seu direito de crédito (decorrente do mútuo) com a dívida de integralização das ações subscritas, ocorrendo, assim, a conversão do crédito em *equity*, o investidor passará a ostentar tal condição no livro de registro de ações nominativas (art. 100, I, da Lei 6.404/1976<sup>132</sup>), que é – como sabido e ressabido – obrigatório e constitutivo de direito.

Também os acionistas celebrarão um acordo de acionistas, que, nos termos do art. 118, regulamentará as regras sobre a compra e venda de ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle, regras essas que deverão ser observadas pela companhia (investida), quando tal pacto parassocial estiver arquivado em sua sede.

É comum, para além das matérias previstas no referido art. 118, que os acionistas contratualizem regras complementares (obrigacionais) fundamentais para estabilização do investimento e para permitir um evento de liquidez para o investidor, como as de *lock-up* (restrição à alienação e saída dos sócios fundadores/empreendedores), direito de *tag along* (direito de venda conjunta dos minoritários), obrigação de *drag along* (obrigação de venda conjunta dos minoritários), *put-option* para exercício do *stop-loss* (direito de opção de venda de ações por R\$ 1,00, caso a companhia investida passe a ter prejuízos sucessivos em seus respectivos exercícios sociais), *non-compete* (regras de não competição dos sócios empreendedores com a companhia investida, durante e após a saída eventual da sociedade), vedação a um *down-round* (que veda à companhia participar de uma nova rodada de investimento por um *valuation* menor do que aquele que serviu de base para um primeiro investidor, evitando, diretamente, a diluição de seu capital investido), direito a voto afirmativo do investidor em matérias administrativas e financeiras da sociedade (dependendo de aprovação daquela ordem do dia na deliberação em assembleia do voto afirmativo do acionista investidor) e formas alternativas de resolução de disputas societárias, cláusulas estas que serão vistas a seguir.

Instrumentalizados os atos acima, o mutuante-investidor deixa de possuir sua relação de crédito com a sociedade investida e deixa de possuir o débito decorrente do dever de

---

<sup>132</sup> “Art. 100. A companhia deve ter, além dos livros obrigatórios para qualquer comerciante, os seguintes, revestidos das mesmas formalidades legais:

I – o livro de Registro de Ações Nominativas, para inscrição, anotação ou averbação:

- a) do nome do acionista e do número das suas ações;
- b) das entradas ou prestações de capital realizado;
- c) das conversões de ações, de uma em outra espécie ou classe;
- d) do resgate, reembolso e amortização das ações, ou de sua aquisição pela companhia;
- e) das mutações operadas pela alienação ou transferência de ações;
- f) do penhor, usufruto, fideicomisso, da alienação fiduciária em garantia ou de qualquer ônus que grave as ações ou obste sua negociação.”

integralização, implicando, também, reclassificações contábeis nas demonstrações financeiras de ambas as partes (investidor/credor e investida/devedora), passando a ser seu acionista com os seus direitos essenciais previstos no art. 109 da Lei 6.404/1976<sup>133</sup>, que não lhe são garantidos por ocasião do Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, sob risco de caracterização de uma sociedade em comum (art. 986 e seguintes do Código Civil), que acaba responsabilizando os seus sócios solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais, excluído do benefício de ordem, previsto no art. 1.024, aquele que contratou pela sociedade.

O contrato de mútuo, após a sua conversão, extingue-se, deixando de produzir seus efeitos, o que será visto em item próprio.

*7.1.2. As condições precedentes à conversão do crédito em participação societária: a transformação de tipo societário, o acordo de sócios para estabilização de relações e atas de assembleia e/ou de reunião de conselho de administração ou alteração contratual*

Como visto, a conversão do crédito do investidor em participação societária depende de certas condições suspensivas que, verificadas, produzirão os seus respectivos efeitos e farão com que a conversão – após exercício do direito pelo investidor – ocorra.

Essas condições suspensivas, que são chamadas de condições precedentes (para conversão), são livremente contratadas.

Vejamos o que entende Edgar Vidigal de Andrade Reis sobre as condições antecedentes à conversão:

Exemplos de situações usualmente estabelecidas entre as partes nas quais o investidor pode optar por converter o mútuo em participação societária, como bem ilustra Leonardo Santana, são:

1. na data do vencimento do contrato;
2. em caso de alteração do controle societário da *Startup*;
3. transformação do tipo societário da *Startup* em Sociedade por Ações;
4. uma eventual oferta pública de ações da *Startup*; e
5. em caso de nova rodada de investimento.

---

<sup>133</sup> “**Art. 109.** Nem o estatuto social nem a assembleia geral poderão privar o acionista dos direitos de:

I – participar dos lucros sociais;

II – participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;

III – fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;

IV – preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172;

V – retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

§ 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia geral.

§ 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.”

Há, porém, diversas outras circunstâncias que podem ser também previstas pelas partes como geradoras do direito de o credor optar pela conversão do mútuo em participação societária, como, por exemplo, em caso de descumprimentos contratuais por parte da sociedade investida, na hipótese de ocorrência de uma reorganização societária da *startup*, caso haja uma alteração substancial de seu objeto social, dentre outros<sup>134</sup>.

Dentro do campo da autonomia da vontade, as partes podem contratar quaisquer condições precedentes, desde que não contrárias à lei.

Entretanto, as mais comuns são a transformação de tipo societário, a celebração do acordo de sócios para estabilização de relações e a realização de assembleia e/ou de reunião de conselho de administração ou alteração contratual para formalização do aumento de capital social. *Formalização*, renove-se, uma vez que a vontade dos sócios já foi antecipada e posta pelos sócios no próprio Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, concordando com os termos, cláusulas, direitos e obrigações, bem como atos contratualmente previstos.

Vejamos, nesse sentido, o que nos ensina Marcelo Guedes Nunes, ao tratar das assembleias:

Salvo nos excepcionais casos de unipessoalidade, os sócios constituem uma coletividade de pessoas que nem sempre possuem a mesma opinião a respeito de todos os assuntos de interesse da sociedade. Surge daí a necessidade de um órgão social com competência para, dentro de regras predeterminadas de convocação e instalação, discutir e deliberar as matérias de interesse da sociedade, vetorizando essa pluralidade de vontades individuais em uma única vontade social.<sup>135</sup>

Assim, como visto, a transformação do tipo societário para uma sociedade anônima permitirá a capitalização do mútuo, provocando um aumento de capital social na sociedade investida, que emitirá novas ações com base na perspectiva de rentabilidade da companhia (LSA: art. 170, §1º, I), o que acarretará a emissão com ágio de novas frações de capital, ágio esse que, nos termos do art. 520 do Regulamento do Imposto de Renda (Decreto 9.580/2018), não será computado para fins de determinação do lucro real da companhia, como já visto anteriormente.

Com a transformação da investida em sociedade anônima, os acionistas deverão realizar uma Assembleia Geral Extraordinária ou uma Reunião de Conselho de Administração, caso a

---

<sup>134</sup> REIS, Edgar Vidigal de Andrade. *Startups: análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil*. São Paulo: Almedina, 2018. p. 94.

<sup>135</sup> NUNES, Marcelo Guedes. Assembleia de Sócios. *Tomo Direito Comercial*, edição 1, jul. 2018. Disponível em: <https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/251/edicao-1/assembleia-de-socios>. Acesso em: 3 nov. 2021.

Companhia tenha regime de capital autorizado, que, no caso do art. 168 da LSA, é uma autorização para aumento do capital social independentemente de reforma estatutária.

Sobre o regime de capital autorizado, vejamos o que nos ensina Tavares Borba:

O que se persegue com a autorização de aumento pelo conselho de administração é, com efeito, dinamizar os aumentos de capital destinados ao mercado, os quais exigem decisões rápidas e prontas, além de afinadas a uma mutável realidade. Por isso, até mesmo quando a deliberação se encontra reservada à assembleia geral, faculta-se-lhe delegar ao conselho a fixação do preço de emissão das ações a serem distribuídas no mercado, matéria extremamente sensível, e somente mensurável às vésperas do lançamento<sup>136</sup>.

Lembrando que o preço de emissão das ações será com base na perspectiva de rentabilidade da companhia, já que os *valuations* contratados no Contrato de Mútuo Conversível em Participação não levam em consideração valores nominais ou patrimoniais da Companhia, possuindo os acionistas direito de preferência para participar do aumento de capital social; entretanto, em razão da contratação do mútuo conversível e com vistas a garantir o percentual contratado – o que impõe uma subscrição isolada de todo o aumento de capital social pelo investidor ou com outros terceiros não acionistas –, os acionistas já manifestaram a vontade em ceder, futuramente, o direito de preferência para o investidor subscritor do aumento de capital social, conforme autorização normativa prevista no § 6º do art. 171 da Lei das Sociedades por Ações.

Realizada a Assembleia Geral Extraordinária ou a Reunião do Conselho de Administração, aprovando o aumento de capital social após exercício do direito (subjetivo) de conversão do crédito do investidor/mutuante, o investidor firmará o boletim de subscrição e dará por aperfeiçoado (e, portanto, extinto) o contrato de mútuo conversível, compensando o seu direito de crédito (líquido e certo) com a sua obrigação de integralizar as novas ações subscritas.

Simultaneamente (para evitar extinção dos efeitos do Contrato de Mútuo Conversível), os acionistas (incluindo aqui o investidor/mutuante agora acionista) firmarão um (novo) acordo de acionistas, disciplinando as matérias previstas no art. 118 da Lei das Sociedades por Ações e todas as outras matérias já indicadas no Contrato de Mútuo Conversível, o que será mais detalhado em item próprio.

Compete, aqui, esclarecer que o Acordo de Sócios terá como condão estabelecer direitos e obrigações previstos no próprio dispositivo legal e também diversos outros direitos ao investidor para mitigação dos riscos decorrentes da evidente assimetria informacional que

---

<sup>136</sup> BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 12. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 439.

possui, além de igualmente mitigar os problemas de agência da relação plurilateral, isto é, do investidor com os sócios e a sociedade investida.

### 7.1.3. *O use of proceeds do objeto do contrato de mútuo*

*O use of proceeds*, sem dúvida, representa mecanismo que estrutura segurança para o investidor.

É por meio da cláusula de vinculação do “uso das receitas”, que o mutuante, em acordo de vontades com a mutuária/investida, contrata a destinação do aporte para determinado(s) fim(ns) do planejamento estratégico da sociedade.

É o que Luiz Gustavo Garrido e Giulliano Tozzi Coelho esclarecem:

Também é comum que o contrato de investimento preveja de que forma e em qual período os recursos mutuados serão investidos na atividade operacional da empresa. Isto, de certa forma, torna a *startup* mais profissional em sua gestão, visto que esta será obrigada a cumprir o plano financeiro previamente desenhado e aprovado pela aceleradora durante o período de pré-aceleração.

Esta prática mostra-se necessária na medida em que os empreendedores iniciantes se caracterizam pela inexperiência e pelo gasto equivocado dos recursos financeiros.

Portanto, por tratar do *modus operandi* da empresa após a recepção de recursos, mostra-se vital o debate, o estudo e a proposição de um plano financeiro adequado para a realidade em que a *startup* se encontra, de forma que o projeto possa crescer de maneira profissional e não desrespeite a cláusula em questão<sup>137</sup>.

Neste particular, o mútuo conversível não tem nem o propósito de ser um mútuo financeiro (simples). A contratação do mútuo conversível tem em vista o desenvolvimento das atividades da sociedade investida, ou melhor, a consecução do seu objeto social, preenchendo o seu fim.

O uso dos recursos de forma correta, como sói ocorrer pelo *business judgment rule*, premia a investida (mutuária) com bons resultados financeiros, com o crescimento das atividades próprias de empresa e, com isso, o aumento do *valuation* da investida, o que acaba por favorecer o investidor/mutuante com maximização/geração do valor do seu investimento e, por óbvio, com o prêmio do lucro distribuído.

Por outro lado, o emprego em fins sociais equivocados gerará prejuízo para a sociedade investida/mutuária, com o uso dos recursos aportados (via mútuo), sem aumento da valorização do negócio e da participação do mutuante/investidor.

---

<sup>137</sup> COELHO, Giulliano Tozzi; GARRIDO, Luiz Gustavo. Dissecando o contrato entre *startups* e investidores anjo. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (coord.). *Direito das startups*. Curitiba: Juruá, 2016. p. 136.

Nesse caso, sofrendo os efeitos da situação de crise econômico-financeira, o investidor, como mutuante, estará protegido dos insucessos da sociedade e das repercussões falimentares. Continuará ele, ao final, sendo um credor da própria sociedade em crise.

Assim, acaba que a estrutura de mútuo conversível funciona como um mecanismo de *stop-loss* para o investidor, que perde “apenas”, e ao menos em tese – já que ele pode realizar um novo *funding* na sociedade mutuária/investida, acreditando que a investida poderá alcançar o esperado sucesso –, o valor do investimento feito naquele momento.

Portanto, serve a cláusula de *use of proceeds*, muitas vezes utilizada como anexo ao Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, como estrutura de garantia do mutuante/investidor, que – em caso de uso inadequado dos recursos – pode se socorrer de convenção de vencimento antecipado para decretar vencido o mútuo e cobrar, assim, o valor do mútuo com os consectários moratórios<sup>138</sup> e de cláusula penal, em caso de inadimplemento absoluto da obrigação determinada pelo credor/mutuante/investidor<sup>139</sup>.

Portanto, deve sempre ser a cláusula de *use of proceeds* negociada com vistas a buscar o melhor interesse da sociedade mutuária/investida, em cumprimento ao seu planejamento estratégico e, portanto, à consecução e preenchimento do seu fim social.

Com isso, estará, em razão do *business judgment rule*, tentando buscar o êxito do negócio investido e, também, a conversão do credor/mutuante em participação societária, passando a exercer plenamente os seus direitos políticos e econômicos, sem os riscos de caracterização de uma sociedade em comum.

#### 7.1.4. A delimitação temporal (vencimento contratual)

##### 7.1.4.1. O vencimento do prazo de restituição

O contrato de mútuo conversível é sempre um contrato temporário, contratado, portanto, por um prazo determinado. O Código Civil, com vistas a evitar a indeterminação de sua vigência (especificamente em relação ao contrato típico de mútuo), estabeleceu presunções para determinadas situações, como se infere da leitura do art. 592, como já foi observado anteriormente (ao tratarmos de mútuo de safras).

---

<sup>138</sup> “Art. 395. Responde o devedor pelos prejuízos a que sua mora der causa, mais juros, atualização dos valores monetários segundo índices oficiais regularmente estabelecidos, e honorários de advogado.”

<sup>139</sup> “Art. 409. A cláusula penal estipulada conjuntamente com a obrigação, ou em ato posterior, pode referir-se à inexecução completa da obrigação, à de alguma cláusula especial ou simplesmente à mora.”

Ao final do prazo contratado (ou das hipóteses do art. 592 do diploma civilista, se contratadas), terá o mutuante/investidor que escolher entre uma das três opções, já ditas, mas que merecem, novamente, menção: a) converter o crédito líquido e exigível do mútuo mediante *compensação* (CC, art. 368) com a dívida de integralização do capital social subscrito; b) ser restituído do crédito; ou c) remir a dívida, o que, na prática, transmutará o contrato de mútuo conversível em contrato de doação (CC, art. 538).

Percebe-se, com efeito, que o vencimento do contrato de mútuo pode ser convencional, quando as partes disciplinarem o termo para restituição da coisa fungível, ou legal, quando não houver estipulação das partes sobre o prazo de restituição da coisa.

Nesse sentido, cabe-nos mais uma vez trazer a lição de Paulo de Tarso Vieira Sanseverino:

O vencimento convencional ocorre quando os próprios contratantes fixam, através de cláusula contratual, o termo final da obrigação de restituir a coisa emprestada.

(...)

Não havendo estipulação do termo final por cláusula contratual, nem por isso o mutuário fica desobrigado de restituir a coisa em determinado prazo.

O art. 592, em seus incisos I, II e III, do CC/2002 estabelece presunções legais de termo final para determinadas modalidades de mútuo, conforme o seu objeto<sup>140</sup>.

Como visto, a pretensão do investidor/credor quando da celebração de um contrato de mútuo conversível é, mediante verificação das condições suspensivas contratadas (CC, art. 125), a conversão do seu crédito em participação societária, mediante subscrição de novas frações de capital social. As demais alternativas encontram-se dentro do que o Código Civil denomina como Obrigações Alternativas (art. 252), sendo a escolha, em razão da autonomia da vontade e estando expressa em contrato, cabível ao credor.

Com a opção exercida pelo credor/investidor, iniciar-se-á o prazo de prescrição para a determinada contraprestação da sociedade/investida/mutuária (para restituição do crédito em favor do investidor/mutuante) ou para execução de obrigação de fazer (a conversão do *debt* em *equity*).

#### 7.1.4.2. O vencimento antecipado

Importante tema nos Contratos de Mútuo Conversível em Participação Societária diz respeito aos eventos que caracterizam o vencimento antecipado da dívida – decorrente da relação jurídica base de mútuo (CC, art. 586).

---

<sup>140</sup> SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. *Contratos nominados II: contrato estimatório, doação, locação de coisas, empréstimo (comodato – mútuo)*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005. p. 342-343.

Urge revisitar que a pretensão efetiva do mutuante/investidor é a de converter o seu direito de crédito em participação societária (*equity*), utilizando-o para compensação (CC, art. 368) com a sua dívida de integralização, tendo o mutuante/investidor direito de crédito líquido e exigível contra a Sociedade investida/mutuária.

Não é pretensão, portanto, que o mutuante pretenda ser restituído do valor mutuado, perdendo-se, inclusive, o custo de oportunidade da aplicação do seu recurso em outro produto no mercado de investimento de risco e, até mesmo, no mercado financeiro e de capitais.

A pretensão é por meio de fomento econômico e em governança na sociedade investida/mutuária, o que se convencionou chamar de *smart money*, através de uma boa contratação do *use of proceeds* – como visto no capítulo anterior do presente trabalho –, a sociedade investida/mutuária premiar seus sócios e investidores com bons resultados financeiros e com o aumento do *valuation* da sociedade, favorecendo – como visto – o investidor/mutuante com maximização do valor do seu investimento.

Entretanto, o inadimplemento absoluto de qualquer obrigação prevista no Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária poderá levar à decretação de vencimento antecipado da dívida, possibilitando ao mutuante, em vez da conversão do *debt* em *equity*, requerer a restituição da coisa fungível mutuada (CC, art. 586) com consectários penais moratórios eventualmente contratados.

Segundo Lucas Caminha e Gustavo Flausino Coelho, os eventos que podem levar ao vencimento antecipado da dívida são, costumeiramente, os seguintes:

- (i) descumprimento da destinação de recursos do capital anjo;
- (ii) extinção, liquidação ou dissolução da *startup*;
- (iii) requerimento de falência, pedido de recuperação judicial ou extrajudicial;
- (iv) passivo individual ou agregado superar certo *threshold*;
- (v) empreendedor deixar de ser sócio e/ou administrador da *startup* (ou seja, violação da cláusula de *lockup*);
- (vi) verificação de inveracidade ou incompletude de uma das declarações prestadas no contrato; e
- (vii) descumprimento de qualquer obrigação assumida no contrato (p. ex. tomar uma decisão sujeita ao veto pelo investidor sem consentimento prévio)<sup>141</sup>.

Assim, com o direito subjetivo do investidor/mutuante de declarar o mútuo vencido antecipadamente, poderá exigir a restituição dos recursos mutuados à sociedade investida, o que, em caso de negativa, permitirá ao investidor a proposição de execução fundada em título extrajudicial (CPC, art. 784, III), o que, na prática, estará diante de uma execução de difícil êxito, sobretudo para as sociedades *early stage* – que não deterá patrimônio suficiente para

---

<sup>141</sup> CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. *Captação de recursos por startups*. São Paulo: Almedina, 2020. p. 188.

satisfação do crédito do investidor –, e, sendo sociedade classificada como de responsabilidade limitada, só terá a responsabilidade subsidiária e limitada/restrita ao valor de suas quotas (CC, art. 1.052) ou limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquirida (LSA, art. 1º), salvo nos casos do art. 50<sup>142</sup> do Código Civil, que permitem a desconsideração da personalidade jurídica e a atribuição de responsabilidade aos sócios.

#### *7.1.5. Cláusula Compromissória obrigatória por questão regulatória. Regra própria dos Fundos de Investimento em Participação – FIPs*

Por fim, importa esclarecer que quando o *funding* é contratado tendo como investidor a figura de um Fundo de Investimento em Participação – FIP, que, como visto no capítulo 6 do presente trabalho, é uma comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, que deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, como prevê o art. 5º da já citada Instrução CVM 578/2016, conforme alterada, é obrigatória a previsão de submissão de qualquer tipo de disputa, controvérsia ou conflito (envolvendo direito político ou econômico) entre as partes, bem como a liquidação ou a partilha de acervo patrimonial, à jurisdição arbitral, ao invés de submetê-la à jurisdição estatal.

Isso decorre de prática de governança imposta pelo art. 8º da ICVM 578/2016, que impõe que as sociedades investidas por FIPs contenham, contratual ou estatutariamente, a depender do tipo societário, a “adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários”, nos termos do inciso IV do referido dispositivo normativo.

---

<sup>142</sup> “**Art. 50.** Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, pode o juiz, a requerimento 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.

§ 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.

§ 2º Entende-se por confusão patrimonial a ausência de separação de fato entre os patrimônios, caracterizada por:

I – cumprimento repetitivo pela sociedade de obrigações do sócio ou do administrador ou vice-versa;

II – transferência de ativos ou de passivos sem efetivas contraprestações, exceto os de valor proporcionalmente insignificante; e

III – outros atos de descumprimento da autonomia patrimonial.

§ 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.

§ 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.

§ 5º Não constitui desvio de finalidade a mera expansão ou a alteração da finalidade original da atividade econômica específica da pessoa jurídica.”

A expressão “conflitos societários” da parte final do inciso citado é utilizada do ponto de vista semântico, aplicando-se a qualquer tipo de disputa, controvérsia, conflito societário, liquidação ou partilha de acervo de sociedade – ainda que o Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária não tenha sido efetivamente convertido em *equity* por exercício do direito subjetivo do investidor.

Tal obrigatoriedade – registre-se novamente – só há quando a parte investidora ostentar a natureza de Fundo de Investimento em Participação. Quando o investimento for realizado por sociedade empresária, por autonomia da vontade, as partes poderão contratar qualquer regra de submissão de disputa à jurisdição estatal (foro de eleição) ou arbitral, incluindo eventual cláusula escalonada, com envolvimento de procedimento prévio de mediação.

## 7.2. Cláusulas facultativas de proteção ao investidor

Para além, como visto, das previsões próprias do referido contrato atípico, híbrido e complexo, ao nosso sentir, verdadeiras cláusulas essenciais – em conjunto, por óbvio, com o objeto contratado –, citando, como exemplo, a cláusula de conversão do crédito em participação, as condições precedentes/suspensivas à conversão, o *use of proceeds* e o vencimento, há a possibilidade de as partes contratantes do Contrato de Mútuo Conversível, no âmbito da autonomia da vontade, disporem sobre outros direitos e obrigações não contrários à lei, a exemplo dos *covenants* e das declarações e garantias (as *representations and warranties* próprias do Direito anglo-saxão).

Uma das previsões facultativas, mas de expressiva relevância, diz respeito à disposição sobre determinadas obrigações de fazer (positivas) e de não fazer (negativas), usualmente denominadas de *covenants*.

Por meio dos *covenants*, a parte investida assume o dever de realizar determinadas obrigações de prestação de informações, de exibição de papéis e documentos da sociedade e de seus negócios, de contratar conforme o *use of proceeds*, bem como de não contratar senão de acordo com as autorizações dadas pela sociedade investidora/mutuante.

Vejamos, nesse sentido, o que orientam Bruno Feigelson, Erik Fontenele Nybo e Victor Cabral Fonseca:

### ***Covenant***

Esta cláusula visa criar um compromisso de atuação entre as partes negociantes. Por meio dela, a parte se obriga a atuar de determinada forma ou evitar de efetuar alguma ação indesejada pela outra parte. A previsão de tal cláusula está geralmente atrelada à

conduta das partes, de forma que a natureza da obrigação nela exposta representa uma obrigação de fazer ou não fazer<sup>143</sup>.

Outro tema de expressiva relevância, mas não essencial, é a previsão de votos afirmativos, dentro da estrutura de governança da sociedade investida/mutuária (assembleias ou reuniões de sócios, assembleias gerais ordinária e extraordinária de acionistas e reuniões de conselho de administração, se for o caso), sendo imprescindível, assim, que os sócios da investida, para alcançar determinado quórum de aprovação, obtenham o voto (qualificado) afirmativo do investidor.

Nesse particular, impõe avaliação por parte dos investidores da criação dessa previsão de voto afirmativo, que, ao nosso sentir, pode contribuir para a caracterização de uma sociedade em comum (entre mutuante e mutuária, ainda que durante o período de natureza da relação de mútuo) e, por conseguinte, a responsabilização do investidor de forma solidária com os demais sócios e ilimitada pelas obrigações sociais (CC, art. 990).

De toda forma, as matérias sujeitas ao voto afirmativo do investidor podem variar, mas, geralmente, disciplinam sobre novos endividamentos, novas emissões de frações de capital e demais valores mobiliários, prestação de garantias a obrigações de terceiros, alienação de bens do ativo não circulante (já que a alienação de bens do ativo circulante – estoque – pressupõe a consecução do fim social da investida, ou melhor, o curso normal dos seus negócios), constituição de ônus reais, matérias típicas que seriam de competência de um conselho de administração (LSA, art. 142), além de outras, como criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida, redução do dividendo obrigatório, operações de fusão e aquisição, participação em grupo de sociedade, mudança qualitativa do objeto social, temas esses que seriam próprios, inclusive, para exercício do direito (essencial) de recesso por parte de acionista (LSA, art. 137).

Aqui, particularmente, entendemos que a aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX<sup>144</sup> do art. 136 da Lei das Sociedades por Ações, que permitem ao acionista dissidente

---

<sup>143</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. *Direito das startups*. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 138.

<sup>144</sup> “**Art. 136.** É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto, se maior quórum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre:

I – criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto;

II – alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida;

o exercício do direito de recesso, deveriam, igualmente, resolver o contrato de mútuo conversível, acarretando seu vencimento antecipado.

Ora, afinal, o que se busca é a conversão da dívida em *equity* em uma sociedade/mutuária que foi avaliada, precificada e auditada anteriormente às matérias deliberativas ensejadoras do recesso ao acionista. O voto afirmativo aqui, na relação jurídica de mútuo, seria formalizado não por meio de direito político (até porque ainda não se detém), mas mediante *waiver* (renúncia) à resolução do contrato de mútuo conversível por parte do investidor/mutuante. É que, como sabido e ressabido, o direito de voto é um direito (político) próprio das frações de capital social (excluindo-se, por óbvio, as ações preferenciais sem direito a voto).

Os fatos supervenientes previstos no art. 137 da LSA, pela gravidade das matérias, poderiam interferir sobremodo na vontade originária da celebração do Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária por parte do investidor mutuante.

Para os demais temas, em que pese a possibilidade de contratar tal direito durante a vigência do mútuo e, inclusive, antes da conversão, em razão do risco de caracterização de uma sociedade em comum, é apropriado que tal direito seja apenas indicado no contrato como previsão obrigatória de futuro acordo de sócios (acionistas ou quotistas) quando da efetiva conversão do crédito em *equity* e respectiva celebração do pacto parassocial, o que será visto adiante.

### 7.2.1. Declarações e garantias (representations and warranties)

Apesar da atipicidade da cláusula de declarações e garantias em Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, revela-se uma das estruturas de garantia mais interessantes ao investidor/mutuante, disposição facultativa, mas que a segurança jurídica impõe sua previsão.

É que, a propósito de ser disposição obrigatória nos contratos de compra e venda de participação societária (os chamados SPAs – *Share Purchase Agreements* nos Estados Unidos da América), a cláusula de declaração e garantia – *representations and warranties*, no direito anglo-saxão – revela um verdadeiro dever de informar por parte da sociedade

---

III – redução do dividendo obrigatório;  
 IV – fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;  
 V – participação em grupo de sociedades (art. 265);  
 VI – mudança do objeto da companhia;  
 (...)  
 IX – cisão da companhia”.

mutuária/investida, além de servir como mecanismo de responsabilização dos sócios da sociedade investida/mutuária, incluindo, mas não se limitando, passivos e contingências que se materializem ainda que posteriormente, mas que sejam anteriores à data de efetiva conversão do crédito em participação societária (alteração contratual e ata de assembleia geral extraordinária, respectivamente, na sociedade limitada e na sociedade anônima).

A violação, assim, de qualquer declaração e garantia prevista em contrato, como verdadeiro dever informativo originário, gerará, como reflexo da responsabilidade civil contratual, o dever de indenizar pela parte declarante (inadimplente).

Nesse sentido, vejamos o que entendem Samuel Carvalho Gaudêncio e Charles William McNaughton sobre as indenizações nos contratos que envolvem fusões e aquisições, que tomamos por empréstimo para o investimento (capitalista) em sociedades empresárias, por operações de *venture capital e private equity*:

As chamadas indenizações são sanções, contratualmente previstas, em razão do descumprimento de contrato. Assim, podem ser partes indenizantes os Vendedores e os Compradores.

As indenizações dos Vendedores geralmente são aplicáveis (i) pela inexactidão de declarações ou (ii) pelo descumprimento específico de cláusula contratual ou (iii) pela existência de contingências, materializadas ou não.<sup>145</sup>

É com base nas declarações e garantias que as partes declaram ser verdadeiros, precisos, completos e corretos temas e aspectos da investida (e de seus ativos) que são vitais para a formação da vontade das partes contratantes do negócio jurídico em questão, já que, nessas situações, há evidente assimetria informacional – notadamente, pelos investidores do mútuo conversível serem apenas credores (e não sócios com direitos políticos próprios previstos em lei).

Importa lembrar que, desde o *funding* do Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária até a efetiva conversão em *equity*, não raras vezes, impõe-se lapso de tempo expressivo que possibilitaria, inclusive, uma (nova) *due diligence* por parte do investidor – com vistas a ter visibilidade de todos os passivos e contingências eventualmente surgidos no período.

Arnoldo Wald, Luiza Rangel de Moraes e Ivo Waisberg assim conceituam o procedimento de *due diligence*:

Mesmo que inexista previsão legal em nosso ordenamento jurídico, é usual, na prática comercial, principalmente em operações de fusão, incorporação e aquisição (“*mergers & acquisitions*”), a realização de um procedimento de coleta de informações e de

<sup>145</sup> GAUDÊNCIO, Samuel Carvalho; MCNAUGHTON, Charles William. *Fusões e Aquisições: prática jurídica no M&A*. 3. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019. p. 96.

revisão e análise de documentos, com a função de averiguar a situação jurídica e econômica das sociedades envolvidas no negócio, denominado *due diligence*<sup>146</sup>.

É, assim, por meio do procedimento de *due diligence* que o investidor/comprador – já que seu *funding*, quando convertido, permitirá uma aquisição primária de participação societária – coleta informações do negócio atual, sobretudo os passivos e as contingências, que podem impactar, sobretudo, no valor e na forma de pagamento da transação pretendida.

Forma de mitigar essa necessidade de uma segunda diligência (ou *due diligence* confirmatória em relação à inicial, que é a *due diligence* verificatória) é a estruturação de cláusula de declarações e garantias prestadas pelos sócios e pela sociedade investida/mutuária em favor dos investidores/mutuantes, que pode ter múltiplas naturezas jurídicas, mas, importando ao presente trabalho, a maior delas é a de natureza de obrigação de garantia (por parte dos sócios e da sociedade investida/mutuária em favor do investidor/mutuante).

Segundo Catarina Monteiro Pires, professora portuguesa da Faculdade de Direito de Lisboa:

As “garantias” correspondem às *warranties* inglesas e (às *Garantien* alemãs), isto é, à promessa de que um estado de coisas existe, através da fixação de características ou qualidades de certo bem, ou conjunto de bens, de certo negócio ou de certa situação jurídica, conferindo ao comprador direitos adicionais em relação ao catálogo legal. Não se trata, naturalmente, de garantias das obrigações, em sentido técnico, mas pode reconhecer-se a ideia geral de previsão de uma frustração ou de acautelamento de um insucesso (ainda que dependendo dos específicos contornos do acordo negocial). A sua inclusão em contratos de compra e venda de participações acionistas de controlo está associada à insatisfação que se regista (sic) com o regime aplicável, nomeadamente no que diz respeito à resolução (em regra indesejada e indesejável) e à redução de preço (complexa e incerta). Além disso, juntamente com *covenants* e com cláusulas de adaptação do preço, as garantias visam, muitas vezes, “assegurar” uma determinada equivalência entre prestação e contraprestação<sup>147</sup>.

Percebe-se, assim, que as declarações prestadas nos instrumentos, tipicamente de compra e venda de participação societária, mas que, igualmente, merecem ser utilizados em Contratos de Mútuo Conversível em Participação Societária, têm propósito de garantia, em relação aos passivos e contingências (que tenham fatos geradores anteriores à conversão, ainda que seus efeitos venham a ser materializados posteriormente), ativos (sobretudo em relação à titularidade da propriedade intelectual), licenças, impostos, demonstrações financeiras, contratos relevantes e quaisquer outras garantias que o investidor/mutuante queira receber dos

<sup>146</sup> WALD, Arnoldo; RANGEL DE MORAES, Luiza; WAISBERG, Ivo. Fusões, incorporações e aquisições – aspectos societários, contratuais e regulatórios. In: WARDE JR., Walfrido Jorge. *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 53.

<sup>147</sup> PIRES, Catarina Monteiro. *Aquisição de empresas e de participações acionistas – problemas e litígios*. Coimbra: Almedina, 2018. p. 63-64.

sócios e da sociedade mutuária/investida, funcionando muito mais do que uma simples informação.

Segundo Sérgio Botrel, ao tratar das *representations (reps) and warranties* nos contratos de fusão e aquisição:

Geralmente, as declarações e garantias do vendedor visam, em especial: (i) servir como um meio para persuadir o vendedor a divulgar e tornar disponível ao comprador a maior quantidade possível de informações sobre o negócio a ser adquirido, anteriormente ao fechamento da operação; (ii) conforme o desenrolar das informações reveladas pelo vendedor e sua importância para a continuidade dos negócios explorados pela sociedade-alvo, pode servir como argumento ao comprador para desistir do negócio diante da relevância e gravidade das informações; (iii) servir como base para fixação de indenização na hipótese de as declarações e garantias se revelarem, após o fechamento da operação, imprecisas ou inverídicas; (iv) servir como componente da formação do preço, haja vista que o teor das declarações e garantias permitem ao comprador estimar o risco da operação; (v) servir como elemento de decisão quanto à celebração do contrato<sup>148</sup>.

Entretanto, e para fins expositivos, a cláusula de declaração e garantia é muito mais ampla do que simplesmente uma estrutura de garantia.

Serve como (i) meio para *full disclosure* por parte da sociedade investida e seus sócios originais em favor do mutuante/investidor, compelindo-o a revelar toda e qualquer informação relacionada ao exercício da empresa, com vistas a “diminuir o risco de comportamento oportunista (*moral hazard*)”<sup>149</sup>; (ii) meio para, em caso de descumprimento por quaisquer das partes, levar à resolução do negócio jurídico; (iii) base para quantificação de indenização a ser paga aos mutuantes/investidores, incluindo passivos e contingências anteriores à conversão do crédito em *equity*; além de (iv) meio para avaliação e alocação de risco do negócio investido pelo mutuante/investidor.

Tem ela, portanto, “três funções, a saber: informativa, probatória e protetora”<sup>150</sup>, funções essas voltadas em favor da parte que necessita recebê-las (comprador de participação societária ou investidor via subscrição e integralização de capital, que ocorre com a conversão do crédito em *equity*).

Segundo Giacomo Grezzana, em excelente trabalho sobre o tema:

Entendemos mais correto, porém, afirmar que as declarações e garantias desempenham quatro funções distintas. Para além de configurar fornecimento de uma informação e documentá-la (funções informativa e probatória), as declarações e

<sup>148</sup> BOTREL, Sérgio. *Fusões e aquisições*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 298.

<sup>149</sup> BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 396.

<sup>150</sup> MENDES-MEDEIROS, Mariana. *Cláusula de declarações e garantias nos contratos internacionais de aquisição de empresas ou ativos*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. p. 149.

garantias ainda podem conformar a obrigação do declarante ao precificar as qualidades da participação societária objeto de alienação (função conformativa), ou instigar assunção de garantia pelo declarante (função assecuratória). Desta forma, em relação à classificação de Mariana Mendes-Medeiros, entendemos por manter as primeiras duas funções e desdobrar a terceira em outras duas funções. Essa ampliação do leque de funções justifica-se pelas diferentes naturezas jurídicas que a cláusula pode assumir, cada uma vinculada a uma função própria<sup>151</sup>.

O referido autor acaba fundamentando a distinção (ontológica) entre as declarações e as garantias como a primeira dizendo respeito a eventos passados e a segunda sobre eventos futuros.

O fato é que qualquer declaração e garantia prestada pelos sócios (ou pela sociedade investida) que se mostrar falsa, imprecisa, inverídica, gerará, contratualmente, o dever de indenizar a parte que a recebeu, servindo, na prática, como um “escudo” da parte inocente para adaptação do preço, assegurando, assim, a chamada equivalência entre prestação e contraprestação por parte de Catarina Monteiro Pires, ou seja, a manutenção de uma base contratual comutativa entre as partes.

#### *7.2.2. As cláusulas futuras em acordo de sócios*

É cláusula facultativa do Contrato de Mútuo Conversível a previsão das futuras matérias a serem tratadas em acordo de sócios da sociedade investida, caso exercido, pelo investidor/mutuante, o direito de conversão do crédito do investidor em participação societária, mediante subscrição das novas frações de capital social e integralização por meio da compensação do direito de crédito com a obrigação de aportar, sem prejuízo das previsões próprias do art. 118 da LSA, que entendemos serem as cláusulas obrigatórias (compra e venda de ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito de voto ou do poder de controle) para cada classificação de acordo (de voto, de bloqueio, de comando ou de defesa), sendo as tratadas a seguir as cláusulas igualmente facultativas em pacto parassocial.

Uma das previsões facultativas é a de criação de voto afirmativo concedido em favor do investidor para determinadas matérias a serem deliberadas em assembleia geral de acionistas (quando a sociedade investida for uma Sociedade Anônima) ou reunião de sócios (quando a sociedade investida for uma Sociedade Limitada), bem como em reunião de conselho de administração, quando houver tal órgão deliberativo na estrutura de governança da sociedade investida, conforme já tratamos no item anterior, o que impõe muita reflexão do investidor para

---

<sup>151</sup> GREZZANA, Giacomo. *A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 69-70.

o período compreendido entre celebração do contrato de mútuo conversível e efetiva subscrição de novas frações de capital social por parte do investidor, o que já foi visto quando tratamos da possibilidade de caracterização de uma sociedade em comum.

Entretanto, para a contratação em acordo de sócios, é matéria recomendável com vistas a dar segurança jurídica e estabilização ao investimento privado.

Por meio do direito de voto afirmativo, determinado item da ordem do dia do conclave (assembleia ou reunião do conselho de administração) só haverá de ser aprovado com a manifestação política positiva do investidor/acionista, independentemente de sua participação no capital social.

Levando-se em conta a premissa do *one share one vote* – que vem sendo modificada na ordem jurídica nacional com a implementação do voto plural por meio da Lei 14.195/2021, chamada de Lei de Ambiente de Negócios –, determinada matéria pode depender de um acionista minoritário/investidor para ser aprovada, independentemente do quórum que tenha sido alcançado com o exercício do direito de voto por parte dos demais acionistas titulares da ação com direito de voto.

Ou seja, se acionistas com direito de voto que representem 80% do capital social da sociedade (investida) tiverem contratado em acordo de acionistas o direito ao voto afirmativo em favor de algum investidor para aquela(s) matéria(s) específica(s), só haverá aprovação dela(s) caso o acionista (que tiver sido beneficiado com tal direito político), ainda que represente, por exemplo, 2% do capital social votante, tenha se manifestado favoravelmente àquela deliberação.

Do ponto de vista empírico, é frequente que nas operações de *venture capital* e *private equity* o investimento econômico (*cash-in*) seja minoritário, mas com prerrogativas políticas em favor do investidor; por outro lado, nas transações de fusões e aquisições, é usual a aquisição (por *cash-in* ou *cash-in* e *cash-out*) de frações do capital social representativas do poder de controle.

Outra cláusula facultativa em acordo de sócios é a criação de um direito em favor do investidor e de obrigação da sociedade investida e demais sócios, independentemente da quantidade de frações de capital (e do exercício do direito político de voto correspondente), de ver eleito um membro para o conselho de administração da investida, acompanhando e participando, assim, das decisões estratégicas da sociedade (conforme previsão da competência privativa do conselho de administração para deliberação das matérias previstas no art. 142 da LSA).

Outra matéria usual é a contratação de mecanismo antidiluição durante determinado tempo ou determinadas rodadas de investimento; há ainda a previsão, ainda que não usual, sem qualquer delimitação de tempo ou de rodadas, o que acaba criando uma verdadeira blindagem aos insucessos que inclusive deliberou – em razão do *business judgment rule*, todos os sócios devem ser premiados ou penalizados pelas decisões que foram deliberadas.

A cláusula de antidiluição é disposição que previne a diluição do investidor em razão de novas rodadas que tenham o preço de emissão de novas ações menor do que o que foi fixado em favor do investidor, isso também se justificando quando houver assimetria na capacidade econômica entre os acionistas.

Nesse sentido, vejamos o que nos orienta Sérgio Botrel:

A contratação de cláusula antidiluição é medida indispensável quando um dos sócios detém, manifestamente, capacidade financeira mais elevada que os demais. O conteúdo da cláusula antidiluição pode variar consideravelmente. As previsões mais drásticas são aquelas que estabelecem a necessidade de os minoritários aprovarem o aumento de capital social. Outras, um pouco mais brandas, estabelecem um limite para o aumento do capital social, a partir do qual os minoritários têm o poder de veto, desde que justifiquem, observado o interesse social, a desaprovação da medida. Há aquelas, ainda, que estabelecem que o aumento do capital só poderá ocorrer após a sociedade atingir determinado nível de endividamento. A previsão contratual da fórmula de formação do preço de emissão das novas ações ou quotas é, talvez, a técnica antidiluição mais comum. O que se deve ter em mente, na negociação dessa cláusula, é que, quanto maior o preço de emissão das ações, menor será a diluição dos sócios que não acompanharem o aumento do capital<sup>152</sup>.

Ainda sobre o tema e em razão da sua importância, vejamos o que ensinam Bruno Feigelson, Erik Fontenele Nybo e Victor Cabral Fonseca:

**Antidiluição (*full ratchet* ou *weighted average*):** é uma cláusula que pode prevenir a diluição da participação dos acionistas existentes, caso haja emissão de novas ações em uma rodada de investimento posterior a um preço menor do que aquele pago pelos investidores anteriores. A antidiluição pode ser operacionalizada por meio de dois mecanismos diferentes: *full ratchet* ou *weighted average*. O mecanismo do *full ratchet* consiste em reajustar o valor das ações existentes em virtude da emissão de novas ações decorrentes de um novo investimento. Tal reajuste ocorre para que o investidor que pagou mais pelas ações na rodada anterior tenha as mesmas condições dos novos investidores que pagaram um valor menor por suas ações (Lobo; Potenza, 2016). Por outro lado, pelo mecanismo de *weighted average* as participações são recalibradas com base no tamanho e preço da rodada que implicou a diluição. Essa recalibragem é possibilitada por meio de uma fórmula estipulada contratualmente. Em ambos os casos, o reajuste de valores ocorre pela conversão das ações preferenciais em ações ordinárias a preços favoráveis ao antigo investidor<sup>153</sup>.

<sup>152</sup> BOTREL, Sérgio. *Fusões e aquisições*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 341-342.

<sup>153</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. *Direito das startups*. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 141.

Assim, percebe-se que tal disposição contratual de antidiluição pode variar, existindo subtipos de proteção ao investidor, o chamado *full ratchet*, quando há o reajuste do preço das ações já emitidas e detidas pelo investidor (e por quem contratou em favor de si tal mecanismo) em razão da emissão de novas ações com preço menor.

Ou seja, é como se o preço de emissão posterior das novas ações, em razão de uma nova rodada, igualmente valesse para o investidor anterior, que, assim, acabará se valendo de uma condição mais vantajosa – e, portanto, permanecerá com a mesma participação detida na sociedade investida, independentemente de não ter acompanhado o aumento por exercício do direito de preferência.

Há também o *weighted average* (média ponderada) entre preços de emissão variados. Nessa hipótese, a sociedade investida pode levantar uma nova rodada de investimento, com preço menor de emissão das novas ações, devendo, entretanto e eventualmente, utilizar a média ponderada das ações emitidas do primeiro e do segundo investimento aproveitar/beneficiar o investidor prejudicado, “recalibrando” a participação do investidor.

Outra regra facultativa para contratação dos sócios de uma sociedade investida, tanto pelos sócios fundadores como pelo sócio investidor, refere-se às dinâmicas de alienação das quotas ou ações pelos sócios em favor de terceiro, podendo ocorrer os chamados *tag-along* e *drag-along*.

*Tag-along* é o direito de venda conjunta, que acaba beneficiando o sócio minoritário. Por meio da cláusula de *tag-along* os sócios minoritários têm o direito de venda de suas quotas ou ações em conjunto com a venda de um determinado sócio (controlador ou não).

Essencialmente, a cláusula foi importada para o Brasil do direito norte-americano e foi pensada para proteção do investidor em detrimento do acionista controlador.

Para as companhias abertas, já há a proteção prevista no art. 254-A da Lei das Sociedades por Ações. Entretanto, para sociedades limitadas e anônimas de capital fechado, a regra deve ser contratada por meio de acordo (de bloqueio), levando-se em conta que o acordo de bloqueio “visa impor restrições à cessão e transferência das quotas sociais, com o objetivo de proteger e manter o poder de determinado grupo de sócios”<sup>154</sup>.

Por ocasião da oferta de aquisição de participação de controle, os minoritários detêm o direito de participarem, proporcionalmente, com suas quotas ou ações detidas no evento de liquidez pretendido por terceiro.

---

<sup>154</sup> KNABBEN, Bruno; BARBOSA DE OLIVEIRA, Marcos. Acordo de quotistas nas sociedades limitadas. In: RAMUNNO, Pedro A. L. (coord.). *Sociedade limitada: aspectos jurídicos relevantes*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 215.

É, portanto, requisito de validade da compra e venda pretendida pelo terceiro que se promova, igualmente, sob condição (suspensiva ou resolutiva), oferta de compra aos minoritários tutelados pela disposição do *tag-along*.

Nesse sentido, vejamos o que nos orienta a doutrina:

O *tag along* também deriva do direito norte-americano. Esse direito assegura que a alienação, direta ou indireta, do controle de uma empresa somente poderá ocorrer sob a condição de que o sócio adquirente realize a oferta de aquisição das ações ou quotas detidas pelos demais sócios, de forma proporcional à sua participação no capital social. Portanto, essa cláusula tem o intuito de proteger os interesses do sócio minoritário, uma vez que ele pode não desejar se associar ao novo comprador que ele não conhece. Trata-se de proteger um investidor que deseja sair da *startup* caso o fundador resolva vender sua participação, por exemplo, garantindo a referido investidor o direito de liquidar sua participação também<sup>155</sup>.

Admitindo-se, assim, que o poder de controle em uma sociedade limitada é de 75%, já que somente com esse quórum é que são aprovadas as matérias previstas nos incisos V e VI do art. 1.071 do Código Civil, caso um adquirente pretenda a aquisição de quotas ou ações representativas desse percentual, ainda que um controlador detenha isoladamente tantas quotas ou ações quantas bastem, havendo contratação do *tag-along*, os minoritários que, por exemplo, detenham quotas ou ações representativas dos 25% restantes do capital social poderão alienar, proporcionalmente ao controlador, suas quotas ou ações. No mesmo exemplo, o adquirente compraria, dos 75% pretendidos, 56,25% do controlador e 18,75% dos minoritários.

O *drag-along*, entretanto, é obrigação de venda conjunta imposta pelo sócio controlador ao sócio minoritário, que se obriga a vender suas quotas ou ações ao terceiro interessado na aquisição de quotas ou ações representativas de 100% do capital social. Através da referida cláusula é que se “permite que um sócio que receba oferta de terceiro para alienação de suas quotas exija que os outros sócios também vendam as suas quotas ao ofertante nas condições predeterminadas”<sup>156</sup>.

Assim, é por meio de tal previsão que o controlador “arrasta” o minoritário em um evento de liquidez, independentemente de sua vontade, já manifestada quando da contratação da cláusula própria no acordo de sócios.

Como mecanismo de proteção ao preço vil em favor do sócio minoritário, recomenda-se que, antes da implementação do *drag-along* pelo controlador, ao sócio minoritário seja oportunizado o exercício do direito de preferência, possibilitando-lhe, assim, adquirir as quotas

---

<sup>155</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. *Direito das startups*. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 141.

<sup>156</sup> KNABBEN, Bruno; BARBOSA DE OLIVEIRA, Marcos. Acordo de quotistas nas sociedades limitadas. In: RAMUNNO, Pedro A. L. (coord.). *Sociedade limitada: aspectos jurídicos relevantes*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 218.

ou ações nas mesmas condições ofertadas pelo terceiro, em prazo factível ao levantamento do capital necessário (próprio ou de terceiro), evitando-se um suposto deságio imposto pelo sócio controlador.

Outra cláusula facultativa em acordo de sócios é a de *lock-up* de (determinados) sócios.

Por meio da cláusula de *lock-up*, determinados sócios, que contribuem pessoalmente para o exercício da empresa, ficam por um período restrito (determinado) impedidos de alienar, total ou parcialmente, suas quotas ou ações, até que um investimento feito por um terceiro consiga ser *performedo* – o que é contratado em acordo de sócios por meio do prazo do *lock-up* indicado pelo investidor na referida cláusula.

Vejamos, nesse sentido, o que orientam Bruno Knabben e Marcos Barbosa de Oliveira:

A cláusula de *lock up* impõe a determinado sócio obrigação de que não se desfaça de suas quotas sociais por determinado período de tempo, exceto mediante consentimento da outra parte. É usualmente utilizada para que se garanta a permanência do sócio até a conclusão de determinado projeto, empreendimento ou ciclo financeiro<sup>157</sup>.

Importa esclarecer que tal disposição em nada contraria o princípio da livre associação (ou desassociação) previsto no art. 5º, XX, da Constituição Federal, na medida em que o que se impede por meio do *lock-up* é a alienação de quotas ou ações e não a vedação ao exercício do direito de retirada (simples) ou recesso (motivado).

Em contrapartida, qualquer vedação ao direito potestativo de retirada (simples) ou recesso (motivado) por meio de cláusula de *lock-up* em pacto parassocial deve ser tratada como mecanismo – ao nosso sentir – flagrantemente inconstitucional, sobretudo em razão da regra cogente prevista no art. 109, V, da Lei das Sociedades por Ações, que consagra como essencial o direito do acionista de se retirar da sociedade, nos casos previstos na referida legislação.

O impedimento aqui é para o negócio jurídico de compra e venda de participação societária, isso durante um período restrito; o recesso (motivado) e a retirada (imotivada) são espécies de resolução da sociedade (contratual) em relação a um sócio ou do exercício de um direito potestativo pelo minoritário em decorrência de verdadeira garantia de “proteção à maioria acionária e à sociedade, na medida em que constitui um expediente mediante o qual os conflitos entre os sócios podem ser canalizados e resolvidos no âmbito da própria companhia”<sup>158</sup>.

---

<sup>157</sup> KNABBEN, Bruno; BARBOSA DE OLIVEIRA, Marcos. Acordo de quotistas nas sociedades limitadas. In: RAMUNNO, Pedro A. L. (coord.). *Sociedade limitada: aspectos jurídicos relevantes*. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 219.

<sup>158</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 138 a 205*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. vol. III, p. 507.

Dessa forma, garante-se ao investidor que o empreendedor da sociedade investida permanecerá no negócio durante esse período de bloqueio.

Vejamos, nesse sentido, o que dispõe Marcus Alexandre da Silva:

Essa cláusula é, de forma recorrente, exigida pelo sócio investidor. Isto porque ela obriga os sócios fundadores da *Startup* não alienarem suas quotas, no todo ou em parte, para terceiros por um certo período de tempo exigido pelo sócio investidor no acordo de quotistas.

Ora, a previsão é absolutamente justificável, considerando que a força e “a alma” do negócio concentram-se na inteligência dos sócios fundadores da *Startup*. Portanto, o sócio investidor deverá resguardar essa espécie de patrimônio “intangível” da *Startup*, preservando assim seu investimento<sup>159</sup>.

Outra cláusula facultativa em acordo de sócios, mas que é bastante usual ser indicada nos Contratos de Mútuo Conversível em Participação Societária, é a de não concorrência, igualmente chamada de *non-competete* (não competição).

Por meio da cláusula de não concorrência, os sócios ficam impedidos de exercer atividade concorrente à da empresa durante a vigência da relação societária estabilizada em acordo de sócios e, ainda assim, durante um período posterior, de sorte a proteger a empresa (seus negócios, clientes e ativos), evitando que uma desinteligência societária permita, por meio de exercício do direito de retirada ou do recesso, que um sócio retirante leve a clientela da sociedade, prejudicando o exercício da empresa pela sociedade.

Há a necessidade de preenchimento de alguns requisitos para que a cláusula de não concorrência tenha validade.

Nesse sentido, de acordo com a jurisprudência dos nossos tribunais, a validade da cláusula depende que tenha havido (i) estipulação de limitação territorial; (ii) vigência por prazo certo; (iii) vantagem que assegure o sustento financeiro pelo período pactuado; (iv) bem como garantia de que a pessoa possa desenvolver outra atividade<sup>160</sup>.

Tais requisitos respeitam, notadamente, os princípios da livre-iniciativa e da valorização do trabalho humano (CF, art. 170).

Outra cláusula facultativa que é contratada em acordo de sócios é a da definição de uma política de distribuição de dividendos. Caso não contratada tal política de distribuição de lucros, aplicar-se-á o que está previsto em Lei para cada tipo societário.

Nas Sociedades Limitadas, segue-se o previsto no art. 1.007 do Código Civil. Nas Sociedades Anônimas, segue-se o previsto no art. 189 e seguintes da Lei 6.404/1976.

<sup>159</sup> SILVA, Marcus Alexandre da. Acordo de quotistas: ferramenta para a estabilidade e gestão de conflitos em *startups*. In: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.). *Direito das startups*. Curitiba: Juruá, 2017. vol. II, p. 170.

<sup>160</sup> TST, RR 10660320145120022, 2ª Turma, Rel. Delaíde Miranda Arantes, j. 30.08.2017, *DEJT* 08.09.2017.

Nesse sentido, vejamos o que nos ensina Marcus Alexandre da Silva:

Estrategicamente, tanto sócios fundadores quanto investidores em *Startups* devem estabelecer a forma como os lucros apurados em uma Sociedade Limitada serão distribuídos aos sócios. Tal forma deve estabelecer método de distribuição, se proporcional a participação dos sócios no capital social ou não, bem como o percentual dos lucros que serão distribuídos.

Os sócios podem estabelecer que parte dos lucros da *Startup* já destinados à formação de uma reserva de pesquisa, desenvolvimento e inovação, por exemplo. Podem, ainda, estabelecer um percentual mínimo dos lucros que, obrigatoriamente, seja distribuído aos sócios, evitando-se assim, ao menos sobre tal parte obrigatória, desgastes futuros sobre o pagamento dos lucros aos sócios<sup>161</sup>.

Ainda nesse sentido, vejamos o que esclarece Sérgio Botrel:

A regulamentação das sociedades limitadas é omissa quanto ao tema da distribuição de lucros, motivo pelo qual é de concluir pela inexistência dos *dividendos obrigatórios*. Desse modo, ressalvados os casos de abuso do direito do detentor da maioria do capital social, a retenção integral dos lucros afigura-se, em princípio, legítima. A ressalva se justifica porque a decisão de não distribuir dividendos deve encontrar fundamento econômico-financeiro.

Ademais, poderá o *acordo de quotista* prever a distribuição dos dividendos desproporcionalmente à participação dos acordantes no capital social, o que não se viabiliza nas sociedades anônimas, em que eventual distribuição diferenciada de dividendos está condicionada à existência de ações preferenciais, com a descrição minuciosa das prerrogativas atribuídas à classe das preferenciais no estatuto social.

A LSA prevê a figura dos *dividendos obrigatórios* no art. 202. O regramento do tema é, de certa maneira, minucioso, destacando-se, para os fins deste item, o seguinte: (i) na omissão do estatuto os dividendos obrigatórios correspondem à metade do lucro líquido do exercício, observados os ajustes e delimitações dos incisos I, II e III do art. 202; (ii) existe liberdade relativamente ampla para a fixação de dividendos consoante o interesse das partes, desde que a regulação fixada estatutariamente seja estabelecida de maneira precisa e minuciosa, e não sujeite os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria (LSA, art. 202, § 1º); (iii) ainda que o estatuto seja omissivo quanto à figura dos dividendos obrigatórios, o afastamento da regra de distribuição cogente dos lucros poderá ocorrer quando os órgãos da administração informarem à assembleia geral ordinária ser a distribuição incompatível com a situação financeira da companhia (LSA, art. 202, § 4º)<sup>162</sup>.

Por fim, cabe esclarecer que as partes podem ainda dispor sobre a criação de opções de compra e de venda de participações societárias.

As opções (de compra e venda) podem ter como causa de sua contratação diversas motivações, como uma *shot-gun*, *buy or sell* ou cláusula texana (a chamada *Texas Shootout*), com vistas a resolver um impasse<sup>163</sup> decorrente de uma desinteligência societária, por meio da qual um dos sócios pode exercer a opção de compra de um outro sócio, que outorgou a opção

<sup>161</sup> SILVA, Marcus Alexandre da. Acordo de quotistas: ferramenta para a estabilidade e gestão de conflitos em *startups*. In: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.). *Direito das startups*. Curitiba: Juruá, 2017. vol. II, p. 172.

<sup>162</sup> BOTREL, Sérgio. *Fusões e aquisições*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 329-330.

<sup>163</sup> Segundo Judith Martins-Costa, “*impasse*, palavra criada por Voltaire, significa o que não tem passagem, isto é, está sem saída” (A cláusula de *buy or sell* na perspectiva do direito das obrigações. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (coord.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 539).

de venda, mas que igualmente recebeu a opção de compra, o qual, após ter perdido um sorteio, por exemplo, obriga-se a cumprir a opção de venda, enquanto o outro exerceu uma opção de compra. Costuma-se, assim, utilizar tal estruturação como um mecanismo de resolução de impasse (*deadlock provision*).

Vejamos o que ensina André Estevez sobre o referido negócio jurídico:

Pelo contrato de opção de venda de participação societária, um indivíduo pode optar por vender a sua participação em determinada sociedade, enquanto que outra pessoa resta obrigada a comprá-la. Quem está obrigado à compra pode ou não ser sócio da referida pessoa jurídica.

Pelo contrato de opção de compra de participação societária, a lógica é a mesma, apenas modificando-se o fato de que o indivíduo opta por comprar determinada participação societária, enquanto que uma segunda pessoa fica obrigada à venda.<sup>164</sup>

Pode também ser outorgada, tal opção, como mecanismo de *stop-loss*, em que o investidor tem um *put-option* contra os fundadores para sair da sociedade investida, transferindo todas as suas quotas ou ações por R\$ 1,00 como forma de “parar o prejuízo” que a sociedade experimenta/apura.

A cláusula *buy or sell* se reveste como pacto atípico e misto, na estrutura de acordo de sócios, evidentemente bilateral em pacto parassocial, oneroso, dependente do exercício pelo titular do direito de opção de compra em desfavor da parte outorgante, acabando por instrumentalizar um negócio jurídico unilateral aperfeiçoado de forma receptícia.

Vejamos, assim, o que nos ensina Judith Martins-Costa:

A cláusula de *Buy or Sell* configura modelo obrigacional atípico e misto, inserto em contrato bilateral e oneroso, combinando elementos das obrigações alternativas com o do negócio unilateral da oferta, e operando pelo exercício de direitos formativos (gerador e modificativo/extintivo) via negócio jurídico unilateral receptício, tendo como causa situações de impasse societário. Em si mesma considerada, portanto, a cláusula é lícita, podendo ser perfeitamente *acomodada* às categorias dogmáticas do Direito brasileiro<sup>165</sup>.

Esse mecanismo, inclusive, pode ser visto durante a fase de dívida (ainda não convertida em *equity*), quando ocorre um impasse entre as partes ou tenha havido a resolução contratual por inadimplemento de uma obrigação por parte da sociedade investida, obrigando-se a mutuada a restituir o investidor/mutuante com os consectários reparatórios do inadimplemento absoluto.

<sup>164</sup> ESTEVEZ, André. *Contrato de opção de compra e de venda de participação societária: função, autonomia privada e controle de validade na sociedade anônima fechada*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2021. p. 30.

<sup>165</sup> MARTINS-COSTA, Judith. A cláusula de *buy or sell* na perspectiva do direito das obrigações. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (coord.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 549.

Essa alternativa é, como bem cita Judith Martins-Costa quando trata do *Texas Shootout*, inclusive, um “resultado ótimo” sob a perspectiva econômica, preservando a sociedade investida/mutuada, e, por outro lado, o *funding* realizado pelo investidor/mutuante, que receberá de volta seu capital investido com remuneração.

Ainda sobre os mecanismos de *call* e *put option*, vejamos o que ensina Marcus Alexandre da Silva:

Também como forma de resolver eventuais conflitos entre sócios, pode se prever, no acordo de quotistas, as chamadas opções de compra (*Call Option*) e as opções de venda (*Put Option*).

Na opção de venda será permitido que um determinado sócio (o “Sócio Put”) possa obrigar um ou mais sócios a comprar as quotas do Sócio *Put*, por um preço preestabelecido, seja de modo objetivo ou por meio de uma fórmula de apuração, e desde que atendidas certas condições. É uma cláusula usualmente negociada pelo sócio investidor, como alternativa de saída do negócio investido, o que, no entanto, pode gerar sérios riscos à *Startup* ou ao sócio empreendedor. Portanto, ajustar prudentemente as condições que permitem o exercício da *Put Option* é fundamental<sup>166</sup>.

Vejamos também o que ensinam Lucas Caminha e Gustavo Flausino Coelho:

O *direito de call* permite, basicamente, que continue existindo uma cláusula de *hard monitoring* e penalidade mesmo após a cláusula de vencimento antecipado (pelo fato de o mútuo haver sido convertido em investimento). Ao invés de acelerar a exigibilidade do crédito, o investidor pode, mediante ocorrência de certo evento, exigir que lhe sejam vendidas todas as quotas ou ações da *startup* (às vezes até por um valor simbólico de R\$ 1).

Já o *direito de put* não é uma penalidade, mas uma saída. Trata-se da opção que o investidor pode exercer para vender sua participação na *startup* para os sócios usando uma metodologia de cálculo predeterminada<sup>167</sup>.

Essas são disposições facultativas em acordo de sócios, mas que podem, claramente, no campo da autonomia da vontade das partes, contratar outras regras, criando, modificando e extinguindo direitos patrimoniais disponíveis, desde que não contrários à lei e ao contrato ou estatuto social, a exemplo da cláusula compromissória para resolução de disputas eventualmente existente entre os sócios, merecendo esclarecer que, como visto nas cláusulas essenciais do presente trabalho, é obrigatório aos FIPs – por expressa previsão da Instrução CVM 578/2011 – submeter disputas societárias à jurisdição arbitral.

<sup>166</sup> SILVA, Marcus Alexandre da. Acordo de quotistas: ferramenta para a estabilidade e gestão de conflitos em *startups*. In: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.). *Direito das startups*. Curitiba: Juruá, 2017. vol. II, p. 170-171.

<sup>167</sup> CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. *Captação de recursos por startups*. São Paulo: Almedina, 2020. p. 189.

## 8. OBRIGAÇÕES DAS PARTES E EXTINÇÃO DO CONTRATO DE MÚTUO

O Contrato do Mútuo Conversível em Participação Societária possui obrigações mútuas e recíprocas das partes (investidora/credora e investida/devedora), além de conter previsão (obrigatória, como visto) em relação ao seu prazo de vencimento e efeitos de seu aperfeiçoamento. Vejamos.

### 8.1. Obrigações das partes

No âmbito do Contrato do Mútuo Conversível em Participação Societária, é obrigação da parte mutuante (investidor, sujeito da relação negocial) transferir o domínio da coisa mutuada, dinheiro, em favor da parte mutuária, por cuja conta correm todos os riscos dela desde a tradição.

Como a coisa fungível é dinheiro, o emprego dos recursos por parte da mutuária, o *use of proceeds* já estudado anteriormente – que ostenta verdadeira obrigação de fazer por parte da sociedade investida –, esvairá a coisa mutuada.

Em contrapartida e como verdadeiro reflexo sinalagmático, a obrigação da mutuária/investida é a de restituir, a depender de certas condições suspensivas (CC, art. 125), a coisa fungível mutuada, em mesmo gênero, quantidade e qualidade, podendo, alternativamente e à escolha do mutuante – desde que previsto em cláusula expressa (CC, art. 252) – receber coisa diversa, especificamente, quotas ou ações da sociedade investida, o que ocorrerá mediante emissão de novas frações de capital social, que serão subscritas pelo mutuante e integralizadas com a compensação do seu direito creditório (do mútuo) com a obrigação de integralizar as quotas ou ações subscritas, materializando-se e extinguindo-se, assim, o dever de restituição da sociedade mutuária.

### 8.2. A extinção do mútuo em razão da conversão do crédito em *equity*

Aperfeiçoada a compensação do direito creditório do investidor com a obrigação de integralizar as quotas ou ações subscritas, nos termos do art. 368 do Código Civil, já que são dívidas líquidas, vencidas e de coisas fungíveis – como sói ocorrer com o objeto do contrato de mútuo –, como houve a restituição, em caráter integral, da coisa fungível mutuada com quotas ou ações integralizadas, no prazo convencionado ou vencimento antecipado, “extingue-se o

contrato de mútuo com essa restituição”<sup>168</sup>, que deixa, portanto, de produzir seus respectivos efeitos.

Em substituição, em razão da celebração da alteração do contrato social – quando a investida/mutuária for uma sociedade limitada –, formalizando-se o aumento de capital social subscrito pelo investidor, ou da ata de Assembleia Geral Extraordinária (AGE) – quando a investida for uma sociedade anônima, sendo a AGE o órgão competente para reforma de estatuto social –, ou da reunião do Conselho de Administração para as companhias de capital autorizado, emitindo-se novas ações que venham a ser subscritas pelo investidor/mutuante, utilizando-se do crédito do mútuo para integralização das ações, em Boletim de Subscrição, deverá ser firmado acordo de acionistas, disciplinando as matérias próprias do art. 118 da LSA, além das outras previsões tratadas em item anterior do presente trabalho, de sorte que ocorrerá a contratação pelas partes das cláusulas já obrigadas anteriormente a contratar (no contrato de mútuo conversível).

Aqui, restará aperfeiçoado o Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, deixando de existir uma relação entre credor e devedor para existir relação societária plurilateral entre investidor de capital de risco e sociedade investida. O mútuo, assim, extingue-se para os fins jurídicos e, igualmente, contábeis, conforme será visto adiante.

Os direitos que eventualmente tiverem sido contratados pelas partes no Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária deverão ser, igualmente, contratados em pacto parassocial – já que, com a extinção daquela relação jurídica, o negócio jurídico de empréstimo conversível alcançará seu término.

---

<sup>168</sup> SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. *Contratos nominados II: contrato estimatório, doação, locação de coisas, empréstimo (comodato – mútuo)*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005. p. 341.

## 9. CONTABILIZAÇÃO DO MÚTUO CONVERSÍVEL PARA AS PARTES

O contrato de mútuo, ainda que conversível (mas até o exercício do direito subjetivo de conversão por parte do investidor), é negócio jurídico de empréstimo de coisa fungível, que representa, em um primeiro momento, um direito de crédito para o mutuante e um dever de restituição para a mutuária.

Nesse contexto, abordaremos a questão contábil envolvendo partes exclusivamente domiciliadas no território nacional, não sendo objeto da presente avaliação a contabilização do Contrato de Mútuo Conversível por parte de um investidor estrangeiro.

Pois bem. Pelo princípio da oportunidade contábil – que diz respeito à integridade e à tempestividade do registro do patrimônio e suas mutações respectivas, de forma consecutiva e correta, nos termos da Resolução CFC 1.374/2011, que desdobrou o princípio da oportunidade contábil<sup>169</sup> nas Características Qualitativas 12 e 19, sendo a primeira característica a de *representação fidedigna*<sup>170</sup> e a segunda a de *características qualitativas de melhoria*<sup>171</sup>, disposição normativa essa já revogada, mas que distribuiu a essência dos princípios para os Comitês de Pronunciamento Contábeis –, o contrato de mútuo conversível deve ser devidamente contabilizado nos balanços patrimoniais da sociedade mutuária e da sociedade investidora – ou, até mesmo, na declaração de imposto de renda da pessoa física mutuante, na parte de bens e direitos.

---

<sup>169</sup> O princípio da oportunidade contábil foi trazido para a realidade contábil por meio da Resolução CFC 750/1993, hoje revogada, em seu art. 6º, que assim prescrevia:

“**Art. 6º** O Princípio da Oportunidade refere-se, simultaneamente, à tempestividade e à integridade do registro do patrimônio e das suas mutações, determinando que este seja feito de imediato e com a extensão correta, independentemente das causas que as originaram.

Parágrafo único. Como resultado da observância do Princípio da Oportunidade:

I – desde que devidamente estimável, o registro das variações patrimoniais deve ser feito mesmo na hipótese de somente existir razoável certeza de sua ocorrência;

II – o registro compreende os elementos quantitativos e qualitativos, contemplando os aspectos físicos e monetários;

III – o registro deve ensejar o reconhecimento universal das variações ocorridas no patrimônio da Entidade em um período de tempo determinado, base necessária para gerar informações úteis ao processo decisório da gestão.”

<sup>170</sup> **Representação fidedigna. QC12.** “Os relatórios contábil-financeiros representam um fenômeno econômico em palavras e números. Para ser útil, a informação contábil-financeira não tem só que representar um fenômeno relevante, mas tem também que representar com fidedignidade o fenômeno que se propõe representar. Para ser representação perfeitamente fidedigna, a realidade retratada precisa ter três atributos. Ela tem que ser completa, neutra e livre de erro. É claro, a perfeição é rara, se de fato alcançável. O objetivo é maximizar referidos atributos na extensão que seja possível.”

<sup>171</sup> **Características qualitativas de melhoria. QC19.** “Comparabilidade, verificabilidade, tempestividade e compreensibilidade são características qualitativas que melhoram a utilidade da informação que é relevante e que é representada com fidedignidade. As características qualitativas de melhoria podem também auxiliar a determinar qual de duas alternativas que sejam consideradas equivalentes em termos de relevância e fidedignidade de representação deve ser usada para retratar um fenômeno.”

Como já abordamos anteriormente, não pode a mutuária ser pessoa física (empresário individual), já que não há autonomia patrimonial, capital social limitador de responsabilidade e, com efeito, quotas ou ações a serem subscritas pelo investidor mutuante.

Caso o prazo contratado de restituição seja após o término do exercício social seguinte e nos exatos termos do art. 180 da LSA<sup>172</sup>, o mútuo deverá ser registrado no passivo não circulante do balanço patrimonial da sociedade investida, isto é, aquela que tomou o crédito (mutuária), bem como no ativo não circulante do balanço patrimonial da sociedade investidora (mutuante).

Na data do balanço “deverá ser feita a classificação, considerando-se a exigibilidade ou não no exercício seguinte”<sup>173</sup>. Isto é, caso o prazo contratado de restituição seja até o exercício social seguinte, o mútuo deverá ser contabilizado no ativo circulante, no caso da mutuante, e no passivo circulante, no caso da mutuária.

Todas as despesas e os custos do mútuo conversível, incluindo eventuais juros e correções, deverão ser reconhecidos como despesas operacionais para fins da apuração do resultado no exercício social em que ocorreram, incluindo tal obrigatoriedade para as microempresas e empresas de pequeno porte.

Com o exercício da conversão do crédito em capital social (*equity*), deixando a dívida de existir e devendo a empresa “fazer nota explicativa às demonstrações contábeis”<sup>174</sup> para tratar dos encargos financeiros, garantias eventuais e condições de conversibilidade do mútuo, necessariamente ocorrerão reclassificações contábeis pela novação da relação jurídica, utilizando as regras de emissão de quotas e ações que foram apresentadas nos itens 7.1.1.1. e 7.1.1.2 do presente trabalho.

Mais uma vez, por princípio da oportunidade contábil e por primazia da realidade da novação da relação jurídica, a sociedade investidora reclassificará o crédito contabilizado no ativo circulante ou não circulante, a depender do prazo de restituição, em ativo não circulante, mais precisamente na subconta de investimentos, que contemplará “as participações permanentes em outras sociedades e os direitos de qualquer natureza, não classificáveis no ativo circulante, e que não se destinem à manutenção da atividade da companhia ou da empresa”, nos termos do inciso III do art. 179 da Lei das Sociedades por Ações.

---

<sup>172</sup> “**Art. 180.** As obrigações da companhia, inclusive financiamentos para aquisição de direitos do ativo não circulante, serão classificadas no passivo circulante, quando se vencerem no exercício seguinte, e no passivo não circulante, se tiverem vencimento em prazo maior, observado o disposto no parágrafo único do art. 179 desta Lei.”

<sup>173</sup> IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Manual de contabilidade societária*. São Paulo: Atlas, 2010. p. 311.

<sup>174</sup> IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Manual de contabilidade societária*. São Paulo: Atlas, 2010. p. 313.

Por outro lado, a sociedade investida deverá baixar o mútuo existente na conta do passivo (circulante ou não circulante) para a conta de patrimônio líquido, especificamente na subconta contábil de capital social, que “discriminará o montante subscrito e, por dedução, a parcela ainda não realizada”, nos termos do art. 182 da Lei das Sociedades por Ações.

Se houver sido contratado um *valuation* como base da conversão que represente uma perspectiva de rentabilidade da sociedade investida (valor econômico da mutuária), como já visto no presente trabalho, quando da conversão da dívida em *equity*, a precificação da emissão de novas quotas (no caso das sociedades limitadas) será a do *valuation* previsto no Contrato de Mútuo Conversível, que, comumente, estabelece os critérios econômicos de Fluxo de Caixa Descontado – FCD ou múltiplo de EBITDA, conforme tratamos no item 5, *supra*, ou qualquer outro critério que leve em consideração “a perspectiva de rentabilidade da companhia” (LSA, art. 170, § 1º, I), ainda mais subjetivo quando se trata de *startups*.

Entretanto, repise-se que a emissão de quotas com base em critério econômico, com valor distinto do nominal, acarretará ágio se o critério econômico for superior ao valor nominal do capital social da LTDA.

Nesse particular, a emissão de quotas com ágio, nas sociedades limitadas, acarreta tributação como receita não operacional, podendo totalizar em 34% de tributação sobre o valor do ágio (ganho de capital da pessoa jurídica, tributando-se em 15% de IRPJ, 9% de CSLL e 10% de adicional de IR). O ágio, nesse contexto, será, necessariamente, contabilizado em reserva de capital no Balanço Patrimonial da Sociedade Limitada investida.

No caso de a investida/mutuária ser uma sociedade anônima, o mesmo ágio na emissão das novas ações será, igualmente, contabilizado em conta de reserva de capital, tendo em vista que, como já previsto anteriormente, de acordo com o § 1º do art. 182 da LSA:

Art. 182. (...)

§ 1º Serão classificadas como reservas de capital as contas que registrarem:

a) a contribuição do subscritor de ações que ultrapassar o valor nominal e a parte do preço de emissão das ações sem valor nominal que ultrapassar a importância destinada à formação do capital social, inclusive nos casos de conversão em ações de debêntures ou partes beneficiárias.

Imperioso revisitar que as ações emitidas com ágio nas companhias – tendo o ágio o objetivo de buscar a emissão de novas ações pelo valor real da Companhia – não acarretarão incidência fiscal para a companhia em razão do que prevê a norma prevista no art. 520 do Regulamento do Imposto de Renda (Decreto 9.580/2018), o qual consigna que o excesso não será computado para fins de determinação do lucro real – ou seja, não sofrerá tributação como receita não operacional, conforme tratamos no item 7.1.1.2 do presente trabalho.

É ainda de se rememorar que a Lei das Sociedades por Ações possibilita que as ações podem ter ou não valor nominal, o que não ocorre nas sociedades limitadas, que não permite a emissão de quotas sem valor nominal, o que significa dizer que, não possuindo valor nominal, as ações poderão ter o preço de emissão fixado com parte destinada à formação de reserva de capital – isso com maior liberdade por parte dos acionistas que aprovam a emissão de novas ações por, especificamente, aumento de capital social, classificando como reservas de capital as contas que registrarem a contribuição do subscritor de ações que ultrapassar o valor nominal e a parte do preço de emissão das ações sem valor nominal que ultrapassar a importância destinada à formação do capital social, sendo estas, portanto, as contabilizações adequadas a serem registradas nas demonstrações financeiras da mutuante e da mutuária, anterior e posteriormente à conversão do *debt* em *equity*.

## 10. CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO

O Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, portanto, presta-se a endereçar diversos temas econômicos, jurídicos e sociais no país.

Após importação das *convertible notes* dos Estados Unidos da América, passou-se a ter, no Brasil, uma estrutura jurídica contratual complexa, híbrida e segura que permite a capitalização das mais diversas estruturas societárias, que podem lançar mão dessa alternativa para evitar os juros bancários abusivos no Brasil e a dificuldade de acesso ao mercado de capitais – sobretudo para as sociedades constituídas sob o tipo das limitadas – que é, essencialmente, voltado para grandes estruturas empresárias em nosso país. Tal dificuldade também é observada na emissão de debêntures conversíveis.

O Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, que, quando efetivamente convertido, acaba por introjetar no ordenamento jurídico contrato evidentemente atípico, tendo em vista que não possui seus elementos essenciais previstos em qualquer diploma legal, apresenta, assim, estrutura híbrida que depende, inexoravelmente, do exercício de um direito unilateral, subjetivo, do ente mutuante/investidor.

Como tríplice opção desse direito unilateral e subjetivo (e receptício de vontade) do investidor/mutuante, há, ao final do prazo de vigência do Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, a possibilidade de o investidor: a) converter o crédito mediante *compensação* (CC, art. 368) com a integralização do capital social subscrito; b) ser restituído do crédito, caso as condições suspensivas (CC, art. 125) não sejam atendidas pela sociedade investida/mutuária e seus sócios; ou c) perdoar dívida, o que, na prática, caracteriza uma doação (CC, art. 538).

Caso convertido o *debt* em *equity*, as partes deverão firmar um feixe de contratos, a exemplo de alteração contratual e acordo de sócios, no caso de a mutuária ser uma sociedade limitada, ou de ata de assembleia geral extraordinária e boletim de subscrição, por meio dos quais se delibera o aumento de capital social da mutuária, bem como acordo de acionistas, no caso de a mutuária ser uma sociedade anônima. O contrato de mútuo conversível, quando efetivamente convertido, serve como instrumento principal desse feixe de contratos que dele exsurge, evidentemente a ele vinculados, hierarquicamente a ele submetidos.

Nesse sentido, entendemos que o Contrato de Mútuo Conversível possui diversas cláusulas essenciais, podendo constar ainda previsões facultativas, como reflexo da autonomia da vontade das partes.

São cláusulas essenciais, como visto, a disposição de conversão do crédito em participação societária, aperfeiçoando uma compensação entre direito de crédito com a obrigação de integralização de novas frações (quotas ou ações) de capital social subscritas pelo investidor, havendo repercussões fiscais quando da emissão com ágio de quotas em sociedade limitada, o que não nos parece ocorrer nas sociedades anônimas; condições suspensivas (precedentes) à conversão do crédito em participação societária; o *use of proceeds*, como mecanismo de garantia do investidor de que o dinheiro investido será utilizado em determinados contextos da própria atividade empresária; a delimitação temporal; as declarações e garantias da sociedade mutuária/investida, bem como dos próprios sócios; sendo igualmente obrigatória a cláusula compromissória quando o investidor for um Fundo de Investimento em Participação – FIP.

Por outro lado, é cláusula facultativa a definição de todas as disposições futuras em acordos de sócios – trazendo já de modo antecipada o que é estrutural para o investidor constar em pacto parassocial com vistas a estabilizar relações de investidor e sócios da sociedade investida, sendo certo que tais previsões serão submetidas ao regime geral dos contratos (Direito Civil), enquanto as previsões do art. 118 da Lei das Sociedades por Ações serão submetidas ao regime e aos efeitos societários, possuindo eficácia perante a própria sociedade investida.

Vimos ainda no presente trabalho que, quando exercido o direito subjetivo de conversão do direito de crédito em participação societária nas sociedades limitadas, a emissão de quotas com base em critério econômico, com valor distinto do nominal, acarretará ágio se o critério econômico for superior ao valor nominal do capital social. Nesse particular, a emissão de quotas com ágio, nas sociedades limitadas, acarreta tributação como receita não operacional.

Em contrapartida, conforme tratamos no item 7.1.1.2 do presente trabalho, as ações emitidas com ágio nas companhias – tendo o ágio o objetivo de buscar a emissão de novas ações pelo valor real da Companhia – não acarretarão incidência fiscal para a companhia em razão do que prevê a norma prevista no art. 520 do Regulamento do Imposto de Renda (Decreto 9.580/2018), o qual consigna que o excesso não será computado para fins de determinação do lucro real – ou seja, não sofrerá tributação como receita não operacional.

Assim, a estruturação do Contrato de Mútuo Conversível traz evidente contribuição para o contexto econômico de capitalização das sociedades empresárias, sobretudo pela celeridade com que um *funding* pode ser aportado em sociedade empresária, sem depender de atos burocráticos e regulatórios.

Presta-se, assim, a qualquer tipo, porte e contexto econômico das sociedades empresárias no país. Pode servir para capitalização de *startups*, de sociedades maduras, bem como de sociedades que experimentam crise econômico-financeira, inclusive como forma de se recuperarem e, assim, superarem o estado de insolvabilidade (LREF, art. 50, XVII). Basta, portanto, como visto, em repercussão da autonomia da vontade das partes contratantes (mutuante/investidor e mutuária/investida), a contratação dos termos e condições do negócio jurídico.

É preciso – e assim defendemos – lançar mão desse negócio jurídico atípico, híbrido, real, bilateral, oneroso, comutativo, solene, principal, de execução continuada (trato sucessivo) e, sobretudo, personalíssimo, como meio seguro e eficaz de capitalizações de sociedades. Com isso, contribuir-se-á com o fomento da economia, de seus agentes econômicos e dos *stakeholders*.

Contribuir-se-á, em absoluto, com o crescimento do País.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMARAL, José Romeu Garcia. *Regime jurídico das debêntures*. 2. ed. São Paulo: Almedina, 2016.

BAIRD, Douglas G.; RASMUSSEN, Robert K. The End of Bankruptcy. *Stanford Law Review*, v. 55, 2002-2003, p. 758. Disponível em: [https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2045&context=journal\\_articles](https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2045&context=journal_articles). Acesso em: 7 dez. 2021.

BARBOSA, Henrique; BOTREL, Sérgio. *Novos temas de direito e corporate finance*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 12. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

BOTREL, Sérgio. *Fusões e aquisições*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. *Principles of Corporate Finance*. 11<sup>th</sup> ed. New York: The McGraw Hill, 2014.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Compra e venda de participações societárias de controle*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo Flausino. *Captação de recursos por startups*. São Paulo: Almedina, 2020.

CAMPINHO, Sérgio. *O direito de empresa à luz do Código Civil*. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

CANALES, Manuel Miranda. *Derecho de los contratos: teoría-práctica*. Lima: Ediciones Jurídicas, 2014.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 7. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2013. vol. 1.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014. vol. 3.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários ao Código Civil: parte especial – do direito de empresa*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2005. vol. 13.

CARVALHOSA, Modesto (coord.). *Tratado de direito empresarial: contratos mercantis*. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018. vol. 4.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. vol. 2.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 15. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. vol. 3.

COELHO, Giulliano Tozzi; GARRIDO, Luiz Gustavo. Dissecando o contrato entre *startups* e investidores anjo. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (coord.). *Direito das startups*. Curitiba: Juruá, 2016.

CORDEIRO, António Menezes. *Direito bancário*. 6. ed. Lisboa: Almedina, 2018.

COX, James D.; HAZEN, Thomas Lee. *Business Organizations Law*. Third Edition. Thomson Reuters, 2011.

COYLE, John F.; GREEN, Joseph M. Contractual Innovation in Venture Capital. *Hastings Law Journal*, v. 66, 2014. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2417431&download=yes](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2417431&download=yes). Acesso em: 15 out. 2021.

CRAVEIRO, Mariana Conti. *Contratos entre sócios – interpretação e direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

CRUZ, João Vitor Ordones da Costa. Emissão privada de debêntures conversíveis como mecanismo de mitigação de risco. In: GONTIJO, Bruno Miranda; VERSIANI, Fernanda Valle (coord.); CRUZ, João Vitor O. da Costa; PENNA, Thomaz Murta (org.). *Direito societário e mercado de capitais*. Belo Horizonte: D'Plácido, 2018.

DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro: teoria geral do direito civil*. 20. ed. São Paulo, Saraiva, 2003. vol. 1.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada: arts. 138 a 205*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. vol. III.

ESTEVEZ, André. *Contrato de opção de compra e de venda de participação societária: função, autonomia privada e controle de validade na sociedade anônima fechada*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2021.

FAJERSTAJN, Bruno; SANTOS, Ramon Tomazela. O ágio na subscrição de quotas de sociedade limitada. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. *Direito das startups*. São Paulo: Saraiva, 2018.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis. *Crowdfunding* de participação e financeiro. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: RT, vol. 79, ano 21, p. 37-52, jan.-mar. 2018.

FLACH, Pedro; LOPES DA SILVA, Layon. Debêntures: o que são, sua regulamentação e utilização por sociedades limitadas. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (coord.). *Direito das startups*. Curitiba: Juruá, 2016.

FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 4. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *A sociedade em comum*. São Paulo: Malheiros, 2013.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Affectio societatis: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social*. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). *Direito societário contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

GAUDÊNCIO, Samuel Carvalho; MCNAUGHTON, Charles William. *Fusões e Aquisições: prática jurídica no M&A*. 3.ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 13. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1994.

GREZZANA, Giacomo. *A cláusula de declarações e garantias em alienação de participação societária*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Manual de contabilidade societária*. São Paulo: Atlas, 2010.

JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.). *Direito das startups*. Curitiba: Juruá, 2017. vol. II.

JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele (coord.). *Direito das startups*. Curitiba: Juruá, 2016.

KNABBEN, Bruno; BARBOSA DE OLIVEIRA, Marcos. Acordo de quotistas nas sociedades limitadas. In: RAMUNNO, Pedro A. L. (coord.). *Sociedade limitada: aspectos jurídicos relevantes*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

LAMY FILHO, Alfredo. Título II. Capital Social e Ações. Capítulo I. Capital Social. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p.154.

MAGENNIS, Darren; WATTS, Edward; WRIGHT, Sue. *Convertible Notes: the debt versus equity classification problem*. Disponível em: [https://www.academia.edu/27147635/Convertible\\_notes\\_the\\_debt\\_versus\\_equity\\_classification\\_problem](https://www.academia.edu/27147635/Convertible_notes_the_debt_versus_equity_classification_problem). Acesso em: 29 set. 2021.

MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial: contratos e obrigações comerciais*. 19. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

MAYNARD, Therese H.; WARREN, Dana M. *Business Planning: Financing the Start-Up Business and Venture Capital Financing*. Wolters Kluwer Law & Business: 2010.

MARTINS-COSTA, Judith. A cláusula de *buy or sell* na perspectiva do direito das obrigações. In: VENANCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (coord.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

MENDES-MEDEIROS, Mariana. *Cláusula de declarações e garantias nos contratos internacionais de aquisição de empresas ou ativos*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R. Sociedade em conta de participação. Conceito, características, regime jurídico. Evolução histórica. Natureza jurídica. Legalidade e utilidade. Distinção de consórcio. In: PITTA, Andre Grunspun; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). *Direito societário e outros temas de direito empresarial aplicado*. São Paulo: Quartier Latin, 2021.

MORETTI, Eduardo; OLIVEIRA, Leandro Antonio Godoy. *Startups: aspectos jurídicos relevantes*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018.

NUNES, Frederico Augusto Cavalheiro e Carmelo; SACRAMONE, Marcelo Barbosa. Panorama Jurídico dos Investimentos em *Startups* no Brasil. In: ROVAI, Armando Luiz; FINKELSTEIN, Maria Eugênia; NORONHA, Ilene Patrícia de (coord.). *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 90, out-dez. 2020.

NUNES, Marcelo Guedes. Assembleia de Sócios. *Tomo Direito Comercial*, edição 1, jul. 2018. Disponível em: <https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/251/edicao-1/assembleia-de-socios>. Acesso em: 3 nov. 2021.

NUNES, Marcelo Guedes. *Jurimetria aplicada ao direito societário – um estudo estatístico da dissolução de sociedade no Brasil*. Tese (Doutorado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2012. Disponível em: <https://repositorio.pucsp.br/jspui/handle/handle/5978>. Acesso em: 29 set. 2021.

OIOLI, Erik Frederico. *Manual de direito para startups*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

OIOLI, Erik Frederico; RIBEIRO JR., José Alves; LISBOA, Henrique. Financiamento da *startup*. In: OIOLI, Erik Frederico. *Manual de direito para startups*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

PIRES, Catarina Monteiro. *Aquisição de empresas e de participações acionistas – problemas e litígios*. Coimbra: Almedina, 2018.

PITTA, André Grünspun. A possibilidade de emissão de debêntures por sociedade limitada regida supletivamente pela Lei das Sociedades por Ações. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *Curso de direito empresarial*. 2. ed. Salvador: JusPodivm, 2008.

RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *O direito de empresa no Código Civil – comentários ao livro 2: arts. 966 a 1.195*. Rio de Janeiro: Método, 2011.

REIS, Edgar Vidigal de Andrade. *Startups: análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil*. São Paulo: Almedina, 2018.

RUFINO DA SILVA, Isabella. Troca ou permuta. In: CAMPOS, Alyson Rodrigo Correia; CASTRO, Torquato da Silva. *Dos contratos*. Recife: Nossa Livraria, 2012.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Manual de direito empresarial*. São Paulo: Saraiva Educação, 2020.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2014.

SANSEVERINO, Paulo de Tarso Vieira. *Contratos nominados II: contrato estimatório, doação, locação de coisas, empréstimo (comodato – mútuo)*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

SILVA FILHO, Emanuel Lima da. *Contratos de investimento em startups – os riscos do investidor-anjo*. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

SILVA, Marcus Alexandre da. Acordo de quotistas: ferramenta para a estabilidade e gestão de conflitos em *startups*. In: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.). *Direito das startups*. Curitiba: Juruá, 2017. vol. II.

VEIGA, Marcelo Godke; OIOLI, Erik Frederico. As sociedades limitadas e os mercados de capitais. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro. *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Direito comercial: teoria geral do contrato*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

WALD, Arnaldo. *Direito civil: contratos em espécie*. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 2015. vol. 3.

WALD, Arnaldo; RANGEL DE MORAES, Luiza; WAISBERG, Ivo. Fusões, incorporações e aquisições – aspectos societários, contratuais e regulatórios. In: WARDE JR., Walfrido Jorge. *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

WILLIAMS, Spencer. *Venture Capital Contract Design: An Empirical Analysis of the Connection Between Bargaining Power and Venture Financing Contract Terms*. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* v. 23, n. 1, 2017. Disponível em: [https://law.stanford.edu/wp-content/uploads/2018/01/Venture-Capital-Contract-Design\\_-An-Empirical-Analysis-of-the-Co.pdf](https://law.stanford.edu/wp-content/uploads/2018/01/Venture-Capital-Contract-Design_-An-Empirical-Analysis-of-the-Co.pdf). Acesso em: 29 set. 2021.

WAISBERG, Ivo. *Direito de preferência para aquisição de ações: conceito, natureza jurídica e interpretação*. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

WAISBERG, Ivo. Franquia. In: CARVALHOSA, Modesto (coord.). *Contratos mercantis*. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

YAZBEK, Otávio. A modernização do regime das debêntures e a criação de um mercado de dívida de longo prazo no Brasil. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coord.). *Direito empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.