

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

LUIZ CARLOS CALFAT

**INOVAÇÃO E REGULAÇÃO: UM EXAME DAS OPORTUNIDADES E DESAFIOS
DOS INVESTIMENTOS EM *STARTUPS* SOB O MARCO LEGAL N° 182/2021**

São Paulo

2023

LUIZ CARLOS CALFAT

INOVAÇÃO E REGULAÇÃO: UM EXAME DAS OPORTUNIDADES E DESAFIOS
DOS INVESTIMENTOS EM *STARTUPS* SOB O MARCO LEGAL Nº 182/2021

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Universidade Presbiteriana Mackenzie como requisito
parcial à obtenção do grau de Bacharel em Direito.

ORIENTADOR: PROF. DR. BRUNNO PANDORI GIANCOLI

São Paulo

2023

LUIZ CARLOS CALFAT

INOVAÇÃO E REGULAÇÃO: UM EXAME DAS OPORTUNIDADES E DESAFIOS
DOS INVESTIMENTOS EM *STARTUPS* SOB O MARCO LEGAL N° 182/2021

Trabalho de Graduação Interdisciplinar apresentado
como requisito para obtenção do título de Bacharel no
Curso de Direito da Universidade Presbiteriana
Mackenzie.

Aprovado em: _____

BANCA EXAMINADORA

Examinador(a): _____

Examinador(a): _____

Examinador(a): _____

AGRADECIMENTOS

À minha mãe, minha eterna escudeira, fonte de apoio e inspiração durante toda a minha vida. Que me criou literalmente sozinha, e me mostrou o verdadeiro significado de amor e garra. Me apresentou ao direito e me ajudou a chegar neste momento tão importante.

À minha querida avó, uma das mulheres que mais amo nessa vida. Que sempre me orientou, me incentivou a continuar e moldou minha jornada.

Aos meus amigos e família, que de uma forma ou outra, me apoiaram durante esses cinco anos. Ao Futebol Direito Mackenzie, uma das maiores paixões que tive o privilégio de participar ao longo da minha experiência universitária. E a todos que tive o prazer de conhecer através do futebol.

Ao professor Brunno, cuja orientação foi fundamental para o desenvolvimento deste trabalho. Sua dedicação e incentivo foram essenciais.

Por fim, ao Mackenzie, onde aprendi a vestir a camisa e me tornei ‘mackenzista até morrer’.

INOVAÇÃO E REGULAÇÃO: UM EXAME DAS OPORTUNIDADES E DESAFIOS DOS INVESTIMENTOS EM *STARTUPS* SOB O MARCO LEGAL N° 182/2021

Luiz Carlos Calfat¹

RESUMO

Este artigo jurídico aborda contratos de investimento em *Startups*, avaliando diferentes tipos, como mútuo conversível, debêntures conversíveis e contratos de opção de compra e subscrição. A análise leva em conta os aspectos legais, mercadológicos e de formalização, bem como a relação entre investidores e empreendedores. O estudo destaca o mútuo conversível como uma opção atraente para investidores, oferecendo flexibilidade e segurança, mas com riscos para empreendedores. Contratos alternativos oferecem mais segurança aos empreendedores, dependendo do estágio da *Startup*. Aspectos fiscais e regulatórios também são explorados, incluindo o contexto do Marco Legal das *Startups* e a discussão sobre a inclusão de debêntures conversíveis. Em resumo, não existe uma abordagem única para contratos de investimento em *Startups*, com a escolha dependendo das circunstâncias específicas de cada empresa.

Palavras-chave: Contratos de investimento. *Startups*. Mútuo conversível. Debêntures conversíveis. Opções de compra. Implicações legais. Marco Legal das *Startups*.

ABSTRACT

This legal paper undertakes an examination of investment contracts in startups, encompassing a thorough evaluation of various contract types, including convertible loans, convertible debentures, and option contracts for the purchase and subscription of shares. The analysis encompasses legal, market, and formalization aspects, as well as the intricate interplay between investors and entrepreneurs. The study underscores convertible loans as an alluring choice for investors, offering a unique blend of flexibility and security, while introducing potential risks for entrepreneurs. Alternative contracts provide an elevated level of security for entrepreneurs, contingent upon the developmental stage of the startup. Moreover, the exploration extends to encompass tax and regulatory considerations, including the contextualization within the Legal Framework for *Startups* and the pertinent discourse concerning the inclusion of convertible debentures. In conclusion, a uniform approach to investment contracts in startups remains elusive, as the selection thereof hinges upon the unique circumstances of each individual company.

Keywords: Investment contracts. *Startups*. Convertible loan. Convertible debentures. Purchase options. Legal implications. Legal Framework for *Startups*.

¹Graduando em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie.

Sumário: Introdução. 1. O Marco Legal das *Startups* e a Regulamentação das estruturas de investimento nas *Startups*. 2. Contratos de investimento. 2.1. Principais aspectos analisados. 2.2. Mútuo conversível. 2.3. Debênture conversível. 2.4. Contrato de opção de compra de ações ou de quotas. 2.5. Contrato de opção de subscrição de ações ou de quotas. 3. Análise comparativa das vantagens e desvantagens das estruturas de investimento. 4. Resultados. Considerações Finais. Referências.

INTRODUÇÃO

As *Startups* são, de forma geral, empreendimentos focados na inovação, impulsionados pelo desenvolvimento de tecnologias disruptivas que desafiam os paradigmas tradicionais. Trata-se, em essência, de um processo que visa dar vida a operações ou movimentos inovadores. O termo "*Startup*" tem sido amplamente utilizado para descrever negócios que se constituem com elevados níveis de risco, incerteza e inovação (Reis, 2022).

Para os empreendedores, uma das principais barreiras enfrentadas é a obtenção de recursos financeiros (Caminha; Coelho, 2023). O desafio reside na busca pela melhor estratégia para atrair investimentos, ao mesmo tempo em que se reduz o risco percebido pelos investidores. O objetivo é criar um ecossistema em que o empreendedor tenha os recursos necessários para desenvolver seu negócio, enquanto o investidor alcance um equilíbrio entre riscos e benefícios.

Nesse cenário, as *Startups* têm se destacado como “a menina dos olhos dos investidores”, e os investimentos nesse setor vêm crescendo significativamente (NVCA, 2023). Essa tendência reflete a busca por oportunidades de alto potencial, mas também aumenta a competição por recursos financeiros.

Na última década, as *Startups* emergiram como protagonistas do mercado, devido à sua notável capacidade de inovação e à natureza disruptiva de suas operações. Entretanto, não é a falta de financiamento, mas sim a dificuldade de ter acesso ao financiamento e a falta de entendimento de como funciona o investimento que continua a ser um desafio significativo.

Portanto, o presente estudo visa esclarecer o processo de captação de recursos financeiros essenciais para o desenvolvimento das *Startups*, analisando os diversos fatores que motivam os investidores a financiá-las. Entre esses fatores, destaca-se o estágio de crescimento. No presente estudo será adotada a classificação da *National Venture Capital Association* na classificação das denominações dos estágios de crescimento de uma *Startup*, pois à medida que a *Startup* progride em seu desenvolvimento, surge a necessidade de um aumento substancial de capital para manter seu crescimento contínuo (Caminha; Coelho, 2023).

Nesse cenário, surgem diversas formas de investimento que visam suprir as necessidades dos empreendedores no universo das *Startups*. A Lei Complementar n. 182/2021, que institui o Marco Legal das *Startups* e do empreendedorismo inovador e altera a Lei n° 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar n° 123, de 14 de dezembro de 2006, introduziu as modalidades de investimento em *Startups*, como o mútuo conversível, inspirado nas *Convertible Notes*, que são instrumentos financeiros frequentemente utilizados por *Startups* para captar capital no início de seu desenvolvimento. Esses instrumentos funcionam como dívida, com a capacidade de serem convertidos em participação acionária na empresa em um momento posterior, geralmente quando ocorre uma próxima rodada de investimento, e o Contrato de Compra de Participação, por exemplo, que permitem a captação de recursos em troca de participação societária, entre outras modalidades a serem exploradas neste estudo.

Dessa forma, cada modalidade de financiamento apresenta suas próprias vantagens e desvantagens. O mútuo conversível, em particular, ganhou popularidade como uma escolha adequada para *Startups* que buscam financiamento na fase de investimento embrionária (*Seed Stage*). Assim, é imperativo realizar uma análise comparativa detalhada dessas formas de investimento, a fim de compreender suas implicações no processo de captação de recursos para *Startups*.

Este estudo visa, portanto, analisar as principais modalidades contratuais de financiamento em *Startups*, com o objetivo de identificar qual modalidade se adapta de forma mais eficaz a cada tipo de fase de desenvolvimento de uma *Startup*. A intenção é proporcionar uma compreensão mais profunda das complexidades inerentes a cada opção de financiamento. Dado o considerável grau de risco e incerteza que caracteriza esses empreendimentos, os empreendedores enfrentam uma tarefa desafiadora ao buscarem investimentos que impulsionem o desenvolvimento de seus negócios.

Assim, este trabalho se propõe a examinar minuciosamente uma ampla gama de instrumentos de investimento contidos no Marco Legal das *Startups*, buscando compreender suas nuances, avaliar seus riscos e considerar seus aspectos gerais. O foco está em desvendar qual contrato de investimento faz mais sentido para cada fase de crescimento e tipo de sociedade, reconhecendo a dualidade entre o instrumento de investimento e a fase de crescimento da empresa.

O problema em questão é que as *Startups*, que desempenham um papel fundamental na inovação e no crescimento econômico, frequentemente enfrentam dificuldades significativas na obtenção de recursos financeiros. Esse desafio é agravado pela complexidade do ambiente

jurídico que rege o financiamento dessas empresas (Feigelson; Nybo; Fonseca, 2018). À medida que tecnologias disruptivas avançam rapidamente, o aparato legal muitas vezes luta para se adaptar a essas mudanças, resultando em um terreno incerto tanto para empreendedores quanto para investidores.

A falta de clareza e conhecimento legais cria barreiras substanciais, impactando negativamente o crescimento das *Startups*. Nesse contexto, a análise aprofundada dos instrumentos legais, especialmente aqueles delineados na Lei Complementar nº 182/2021, torna-se uma necessidade premente. O objetivo é fornecer um ambiente de segurança jurídica que estimule o investimento em novos empreendimentos e impulsione o desenvolvimento econômico.

Além disso, o estudo visa apoiar as empresas inovadoras que enfrentam desafios financeiros em sua jornada para inovação e tecnologia de ponta. Portanto, a questão central deste estudo reside na necessidade de uma análise abrangente desses instrumentos de investimento, visando compreender tanto seus aspectos positivos quanto negativos. Através dessa análise, busca-se fornecer a clareza e o conhecimento necessários para criar um ambiente propício à segurança jurídica e, assim, contribuir para um ecossistema de investimento em novas empresas que seja equilibrado e propício ao crescimento sustentável (Feigelson; Nybo; Fonseca, 2018).

No contexto dos diversos tipos de contratos de investimento, a Lei do Marco Civil das *Startups* proporciona uma notável flexibilidade em relação aos formatos de investimento e financiamento das *Startups*. Nesse sentido, parte-se da premissa de que os contratos de investimento são capazes de atender de forma específica e proporcional a cada estágio ou fase de desenvolvimento de uma *Startup*. Essa premissa nos leva a uma hipótese central deste estudo.

A hipótese preliminar deste estudo é que não existe um tipo de financiamento ou investimento em *Startups* que beneficie todos os casos e todos os tipos de *Startups* de maneira igualitária (Caminha; Coelho, 2023). Pelo contrário, acredita-se que cada instrumento de investimento possui características que se alinham de forma mais eficaz com as necessidades de cada *Startup*, variando de acordo com o cenário específico em que se encontram.

O propósito principal deste estudo é apresentar de forma abrangente os instrumentos de investimento baseados no Marco Legal das *Startups*, destacando suas respectivas vantagens, desvantagens, considerações mercadológicas e aspectos gerais. O foco é fornecer um guia completo que auxilie na tomada de decisões informadas sobre qual instrumento de investimento

é mais adequado para cada estágio de desenvolvimento de uma *Startup*, elucidando seus prós e contras. Essa é a missão deste estudo, mas o seu objetivo vai além.

O objetivo central é promover a compreensão e aplicação prática das modalidades de investimento em *Startups*, visando estabelecer um ambiente mais seguro para investidores e empreendedores. Este estudo busca abordar as necessidades de ambas as partes, reconhecendo que o sucesso desejado é alcançar maior segurança jurídica nos investimentos em *Startups*. Essa segurança jurídica é essencial para garantir que tanto o investidor quanto a *Startup* que recebe o investimento alcancem seus objetivos de forma satisfatória.

Assim, ao responder à questão de pesquisa, o estudo busca não apenas esclarecer as características de cada tipo de contrato de investimento, suas formas e implicações jurídicas, mas também promover uma análise comparativa abrangente entre essas modalidades de investimento. Isso contribuirá para que investidores e empreendedores tomem decisões mais embasadas, beneficiando o ecossistema das *Startups* como um todo.

Dado o objetivo do estudo, a metodologia adotada será a revisão literária, escolhida com base na natureza da pesquisa e nos recursos disponíveis.

A revisão literária é uma abordagem adequada quando o tópico já foi objeto de investigação em pesquisas anteriores ou discutido por estudiosos, resultando em uma base de literatura consolidada. Essa metodologia envolve a análise e síntese dos resultados de pesquisa realizada por outros autores, bem como a organização do conhecimento proveniente de fontes secundárias, tais como livros, artigos científicos e relatórios.

Para a coleta de informações e dados, serão conduzidas extensas pesquisas em diversas bases de dados, incluindo o SciELO, Capes, Google Acadêmico e vários outros repositórios relevantes. O objetivo é acessar uma ampla variedade de artigos científicos, teses, dissertações e obras literárias que abordem o tema em questão. Além disso, serão considerados livros de referência nas áreas de finanças, empreendedorismo, *Startups* e, especialmente, direito.

A revisão bibliográfica proporcionará uma abordagem abrangente e sistemática, permitindo uma análise crítica e reflexiva do tema. Isso permitirá uma investigação aprofundada e fornecerá uma base sólida para a elaboração do estudo. Por meio da revisão literária, busca-se consolidar o conhecimento existente, identificar lacunas na pesquisa e desenvolver uma compreensão aprofundada das modalidades de investimento em *Startups*, seus impactos e implicações legais.

1 O MARCO LEGAL DAS *STARTUPS* E A REGULAMENTAÇÃO DAS ESTRUTURAS DE INVESTIMENTO NAS *STARTUPS*

O Marco Legal das *Startups*, em vigor desde a promulgação da Lei Complementar nº 182, datada de 1º de junho de 2021, representa um marco significativo no ordenamento jurídico do Brasil. Esse marco estabelece princípios e diretrizes que promovem o ambiente de negócios das *Startups* e estimulam o empreendedorismo inovador (Neiva, 2021).

Além de trazer regras específicas para esse segmento, o Marco Legal introduziu termos essenciais que caracterizam as *Startups*, notadamente o conceito de Investidor-anjo (Art. 2º), e estabeleceu os instrumentos de investimento que são o foco deste estudo. Dada a natureza inovadora e relativamente nova do cenário jurídico das *Startups*, compreender os conceitos fundamentais é essencial antes de explorar os detalhes da lei.

Antes de aprofundar no tema dos instrumentos de investimento, é crucial esclarecer alguns termos, princípios e conceitos que formam a base do Marco Legal das *Startups*.

No Art. 2º, a Lei Complementar nº 182/2021 define o que se entende por "Investidor-anjo" (Neiva, 2021). Este é um investidor que não tem vínculo de sócio, não detém direitos de gestão ou voto na administração da empresa e não é responsável por nenhuma obrigação da *Startup*. Em vez disso, ele é remunerado pelos aportes que realiza.

Além disso, a legislação introduz o conceito de "ambiente regulatório experimental" ou "sandbox regulatório" (Art. 2º) (Neiva, 2021). Esse termo refere-se a um conjunto de condições simplificadas onde empresas podem obter autorização temporária para desenvolver modelos de negócios inovadores e testar tecnologias experimentais. Essas condições são definidas por órgãos reguladores, e o procedimento é facilitado.

A compreensão dessas definições é fundamental para este estudo, uma vez que o investidor-anjo desempenha um papel crucial nos contratos de investimento. Esses investidores, desvinculados da *Startup* e isentos de responsabilidades, realizam aportes iniciais em troca de participação direta na sociedade, como exemplificado nos mútuos conversíveis.

O terceiro artigo do Marco Legal das *Startups* estabelece princípios e diretrizes que norteiam a lei complementar. O quarto artigo, por sua vez, define o termo *Startup* (Art. 4º), uma distinção necessária para diferenciar as *Startups* de outras formas de empresas, como sociedades limitadas.

Segundo o Art. 4º do Marco Legal, *Startups* são organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, caracterizadas pela aplicação de inovação a modelos de negócios, produtos ou serviços oferecidos (Neiva, 2021).

Essas empresas são elegíveis para tratamento especial, desde que atendam a critérios como receita bruta anual, tempo de inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) e uso de modelos de negócios inovadores.

Este critério é essencial para entender a distinção entre *Startups* e outras empresas e a aplicação dos incentivos oferecidos pela legislação. A caracterização de uma *Startup* envolve sua natureza inovadora, bem como critérios temporais, financeiros e jurídicos.

Agora, o foco é no Art. 5º do Marco Legal das *Startups*, que é o cerne deste estudo. Este artigo estabelece os instrumentos de investimento em inovação, sendo o tema central de nossa análise.

O Art. 5º autoriza o aporte de capital por pessoas físicas ou jurídicas, podendo resultar ou não em participação no capital social da *Startup*, dependendo da modalidade de investimento escolhida. Importante observar que, de acordo com o primeiro parágrafo desse artigo, os investimentos realizados por meio desses instrumentos não constituem parte do capital social. No entanto, o segundo parágrafo esclarece que, após a conversão do instrumento de aporte em participação efetiva na sociedade, a pessoa física ou jurídica torna-se cotista, acionista ou sócia da *Startup* (Neiva, 2021).

Assim, os instrumentos de investimento em inovação definidos no Marco Legal das *Startups* visam inicialmente financiar a inovação e, dependendo das circunstâncias e do sucesso da *Startup*, podem resultar na efetiva participação do investidor na sociedade. Esses instrumentos são o ponto focal de nossa análise neste estudo.

2 CONTRATOS DE INVESTIMENTO

2.1 PRINCIPAIS ASPECTOS ANALISADOS

Nesta seção, serão explorados em detalhes os principais tópicos minuciosamente selecionados como fundamentais para a análise comparativa dos contratos de investimento em *Startups*. Esses tópicos desempenham um papel crucial na compreensão abrangente das vantagens e desvantagens das estruturas de investimento por meio desses contratos.

A seguir, os principais tópicos de análise são apresentados, cada um acompanhado de uma breve justificativa para destacar sua relevância:

- a. Aspectos Societários: Serão examinadas as implicações dos diferentes contratos de investimento nas estruturas societárias das *Startups*. A análise incluirá a participação acionária e os direitos dos investidores, oferecendo uma visão clara de como esses contratos influenciam a dinâmica empresarial. Esses aspectos são cruciais, pois definem a estrutura de governança e a distribuição de poder nas *Startups*, impactando diretamente o seu crescimento e desenvolvimento.
- b. Aspectos Tributários: Será dedicada atenção às consequências fiscais associadas a cada tipo de contrato de investimento. Com isso, será possível identificar as vantagens e desvantagens tributárias, auxiliando na tomada de decisões esclarecidas. Considerar os aspectos tributários é essencial, pois eles podem afetar significativamente as finanças das *Startups* e dos investidores, influenciando as escolhas de investimento.
- c. Fase de Investimento: Serão avaliadas as características dos contratos de investimento em relação às diferentes fases de desenvolvimento de uma *Startup*. Essa análise ajudará a compreender como cada instrumento se ajusta às necessidades que evoluem conforme a *Startup* cresce. A fase de investimento é vital, já que os requisitos de financiamento e a estratégia de crescimento da *Startup* variam com o tempo, exigindo instrumentos de investimento apropriados a cada etapa de desenvolvimento. Para esse tópico, serão utilizadas as denominações *Seed Stage*, *Early Stage*, *Expansion Stage* e *Later Stage*.
- d. Princípios Mercadológicos: Serão explorados os princípios de mercado que norteiam a escolha entre os diversos instrumentos de investimento. Isso incluirá a consideração da dinâmica de oferta e demanda no contexto das *Startups*. Entender os princípios mercadológicos é importante, pois auxilia no alinhamento das estratégias de investimento com as tendências e oportunidades do mercado, maximizando o potencial de sucesso.
- e. Perspectiva do Investidor: Serão investigados os benefícios e desafios enfrentados pelos investidores ao escolher um contrato de investimento específico. Isso abrangerá a proteção do investimento e a busca por retornos financeiros, ajudando a orientar as decisões dos investidores. A perspectiva do investidor é fundamental, pois influencia a disponibilidade de capital e a atratividade das *Startups* para os investidores, afetando sua capacidade de crescimento.

f. Perspectiva do Empreendedor: Serão analisadas as implicações para a *Startup* que recebe o investimento, considerando como o contrato afeta sua estrutura de propriedade, governança e desenvolvimento. Isso proporcionará uma compreensão mais completa de como a *Startup* é impactada pelos contratos de investimento. A perspectiva do empreendedor é essencial, pois molda a estratégia de crescimento da *Startup* e determina como ela atrai investidores.

g. Pontos Gerais: Serão considerados aspectos gerais, como cláusulas padrão e regulamentos legais, que influenciam a escolha e a implementação de contratos de investimento. Estes detalhes são fundamentais para o sucesso das transações de investimento. Os pontos gerais são importantes, pois estabelecem as bases legais e regulatórias para a implementação dos contratos de investimento, assegurando que as transações ocorram em conformidade com as leis e regulamentos aplicáveis.

Estes tópicos formam a base para uma análise abrangente e aprofundada das diferentes modalidades de contratos de investimento, permitindo a identificação de suas vantagens e desvantagens em contextos específicos das *Startups*.

2.2 MÚTUO CONVERSÍVEL

O "mútuo conversível" é um dos contratos de investimento amplamente reconhecidos e utilizados no cenário de *Startups*. Esta modalidade de contrato é regulamentada pelas disposições do Marco Legal das *Startups* (Art. 5º). Consiste em um contrato celebrado entre empreendedores e investidores, que envolve a alocação de fundos pelo investidor, com a previsão de juros e correções monetárias (Reis, 2022). A singularidade do mútuo conversível reside na possibilidade de converter a dívida em participação societária na *Startup*, com base no cumprimento de condições específicas estipuladas no contrato (Reis, 2022).

O mútuo conversível é frequentemente utilizado em *Startups*, principalmente em estágios iniciais de desenvolvimento (*Seed Stage* e *Early Stage*). Este instrumento oferece aos investidores a oportunidade de apoiar empresas emergentes, fornecendo financiamento inicial, enquanto mantêm uma saída segura caso o empreendimento não tenha sucesso (Reis, 2022). No contexto do Marco Legal das *Startups*, o mútuo conversível é reconhecido como uma opção de financiamento para estas empresas inovadoras.

A conversão pode ocorrer de várias maneiras, como a emissão de novas quotas ou ações, ou a transferência de quotas ou ações já existentes. O contrato estabelece diversos cenários nos

quais a conversão pode ocorrer, proporcionando flexibilidade ao investidor. Essa conversão pode acontecer na data de término do contrato, em caso de mudança no controle societário da *Startup*, na hipótese de transformação do formato societário da empresa em uma sociedade por ações, durante uma oferta pública de ações ou em uma nova rodada de captação de recursos, entre outras opções disponíveis (Feigelson; Nybo; Fonseca, 2018).

É comum também que se negocie o contrato de mútuo conversível para estabelecer as principais regras que serão incorporadas a um acordo de sócios. Tais regras são acordadas antecipadamente, tornando a celebração do acordo de sócios obrigatória quando o investidor se torna parte do quadro societário da *Startup*. Em algumas situações, a minuta final do acordo de sócios já é anexada ao contrato de mútuo conversível, para evitar atrasos na formalização da conversão do mútuo que poderiam surgir de discussões futuras sobre a redação do acordo (Feigelson; Nybo; Fonseca, 2018).

No que tange aos aspectos societários, o mútuo conversível tem implicações significativas. A conversão do mútuo em participação societária pode levar a mudanças na estrutura da empresa, envolvendo a inclusão de novos sócios e afetando a dinâmica das decisões e a distribuição de poder dentro da *Startup*. A elaboração de um acordo de sócios se torna essencial nesse contexto, pois estabelece as regras e direitos dos novos investidores.

O contrato de mútuo conversível aborda questões cruciais que são discutidas e acordadas durante a negociação, incluindo o percentual de participação do investidor na *Startup*, direitos de voto, políticas de distribuição de lucros e responsabilidades dos sócios. A celebração do acordo de sócios torna-se obrigatória quando o investidor se integra ao quadro societário da *Startup*, assegurando que todos compreendam e concordem com os termos do investimento e da colaboração futura.

No caso de *Startups* que foram originalmente constituídas como sociedades limitadas, uma consideração relevante nos aspectos tributários é a possível necessidade de uma futura alteração para o formato de sociedade por ações. Isso se deve ao fato de que, em sociedades limitadas, o ganho de capital está sujeito à tributação. Contudo, nas sociedades por ações, essa tributação não ocorre, e o ganho de capital gerado pela conversão pode ser reinvestido na *Startup* (Feigelson; Nybo; Fonseca, 2018).

Segundo Vidigal (2022, p. 109), ao converter uma dívida de mútuo em quotas de uma sociedade limitada, se o valor do mútuo exceder o valor nominal das quotas concedidas ao investidor, a diferença entre esses valores (conhecida como ágio) pode ser interpretada pelo fisco como lucro, o que gera a obrigação de recolhimento do imposto de renda. Esse cenário

difere das sociedades por ações, onde há uma autorização legal expressa para que o ágio seja computado como reserva de capital, não sujeito à tributação.

Além disso, em relação aos aspectos tributários do mútuo conversível, o mútuo financeiro, regulamentado pelo artigo 586 do Novo Código Civil, é um contrato que estabelece um empréstimo de dinheiro entre pessoas físicas e jurídicas, ou entre pessoas jurídicas, sem a intervenção de instituições financeiras. Esta operação possui um tratamento fiscal específico e geralmente ocorre quando uma empresa necessita de recursos para as atividades operacionais sem modificar o capital social. De acordo com o artigo 586, o mútuo envolve o empréstimo de coisa fungível, ou seja, dinheiro, e, portanto, o mutuário deve restituir o valor recebido (Portal Tributário, 2023).

Normalmente, a remuneração do mutuante ocorre por meio de juros, conforme estabelecido em contrato, segundo o previsto no artigo 590 do Código Civil. O mutuante também pode exigir garantias para a restituição, especialmente se houver notória mudança na situação econômica do mutuário antes do vencimento, como determina o artigo 590 (Portal Tributário, 2023).

Em termos de tributação, os rendimentos resultantes do empréstimo de recursos a pessoas jurídicas, independentemente de a fonte pagadora ser uma instituição financeira ou não, são considerados rendimentos de aplicação financeira. Portanto, tais rendimentos estão sujeitos à tributação na fonte, conforme o artigo 65, § 4º, alínea "c" da Lei 8.981/1995 (Portal Tributário, 2023).

As alíquotas de tributação na fonte variam conforme o prazo da operação:

- 22,5%: Para operações com prazo de até 180 dias.
- 20%: Para operações com prazo de 181 a 360 dias.
- 17,5%: Para operações com prazo de 361 a 720 dias.
- 15%: Para operações com prazo acima de 720 dias (Portal Tributário, 2023).

Estas alíquotas aplicam-se a operações entre pessoas jurídicas e entre pessoas físicas e jurídicas, desde que a mutuária seja uma pessoa jurídica (Portal Tributário, 2023).

O Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) incide sobre as operações de crédito, incluindo o mútuo financeiro. O IOF é calculado com base no saldo devedor diário e as alíquotas variam conforme o mutuário:

- 0,0082% ao dia: Para mutuários pessoas físicas.
- 0,0041% ao dia: Para mutuários pessoas jurídicas (Portal Tributário, 2023).

Independente do prazo da operação, o IOF também é cobrado à alíquota adicional de 0,38%, tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas. Quanto ao PIS e COFINS, a receita proveniente do mútuo é considerada como receita financeira, para fins de tributação na pessoa jurídica mutuante (Portal Tributário, 2023).

Essas considerações tributárias são cruciais para os investidores e para a própria *Startup*, pois podem influenciar a estrutura de financiamento e a decisão sobre a conversão do mútuo. Assim, é fundamental buscar orientação adequada em relação a essas questões para tomar decisões informadas e em conformidade com a legislação vigente.

Em relação aos aspectos mercadológicos, o mútuo conversível desempenha um papel importante na estratégia de investimento das *Startups*. Essa modalidade de investimento é particularmente popular nas fases iniciais e intermediárias (*Seed Stage* e *Early Stage*) de desenvolvimento da empresa. O mútuo conversível oferece uma camada adicional de proteção tanto para o mutuante quanto para o investidor que fornece os fundos (Tepedino; Konder; Bandeira, 2019).

Em empresas menos consolidadas, o mútuo conversível funciona como uma forma de dívida que, posteriormente, pode ser convertida em quotas societárias. Essa é a modalidade de investimento mais comumente adotada por investidores anjos, que veem o mútuo como uma maneira de apoiar a *Startup* e, ao mesmo tempo, garantir que seus investimentos iniciais sejam protegidos (Martins, 2019).

Entretanto, em startups mais consolidadas (*Expansion Stage* e *Later Stage*), o mútuo conversível pode perder parte de sua eficiência. Isso ocorre porque, nesse estágio, os investidores podem considerar mais vantajoso ingressar diretamente no quadro societário, em vez de esperar pela conversão do mútuo em um evento futuro e incerto. Ao se tornar imediatamente um sócio, o investidor adquire maior controle sobre a empresa, o que pode ajudar a mitigar riscos e responsabilidades. Além disso, startups em estágios mais avançados geralmente oferecem uma base mais sólida e estabilidade aos investidores (Reis, 2022).

Em resumo, o mútuo conversível é uma ferramenta versátil de investimento que se adapta a diferentes estágios de desenvolvimento das startups. Para investidores, oferece proteção e flexibilidade, especialmente em fases iniciais (*Seed Stage* e *Early Stage*). Para empreendedores, preserva a autonomia na gestão e pode oferecer vantagens tributárias, sobretudo para startups constituídas como sociedades limitadas que se beneficiam do regime tributário do Simples Nacional.

2.3 DEBÊNTURE CONVERSÍVEL

As debêntures conversíveis representam outro tipo de instrumento financeiro regulamentado pelo Marco Legal das *Startups*. A Lei 6.404 de 1976, nos artigos 52 e 74, estabelece as regras para as debêntures. Elas oferecem às empresas uma opção de financiamento no mercado sem depender de instituições financeiras ou emitir novas ações (Reis, 2022).

O detentor de debêntures, conhecido como debenturista, possui o direito de receber crédito da empresa emissora conforme as condições definidas no documento de emissão e, quando aplicável, no certificado.

Em resumo, as debêntures conversíveis oferecem dois direitos principais: o direito ao crédito e o direito de adquirir ações ou quotas da empresa emissora.

É importante notar que, em uma análise inicial, as debêntures conversíveis compartilham algumas características com contratos de mútuo conversível, embora apresentem particularidades próprias e sigam regulamentações específicas.

Do ponto de vista societário, existe uma dualidade de opiniões sobre o tipo de sociedade que pode emitir debêntures conversíveis. Alguns defendem que apenas sociedades anônimas podem emití-las, enquanto outros entendem que as sociedades limitadas também podem fazê-lo, considerando a supletividade da Lei das Sociedades por Ações. Este ponto, contudo, gera insegurança jurídica para startups, principalmente em suas fases iniciais, devido aos altos custos associados às debêntures conversíveis (Reis, 2022).

Ademais, as debêntures conversíveis geralmente são mais apropriadas para sociedades em estágios mais avançados de desenvolvimento (*Expansion Stage* e *Later Stage*), pois são mais caras e complexas. Investir em debêntures conversíveis pode ser mais atraente do ponto de vista do investidor em sociedades mais maduras economicamente.

Em termos tributários, a emissão de debêntures conversíveis em ações é viável apenas para startups bem estruturadas e em estágios avançados de desenvolvimento. Elas normalmente adotam a forma de sociedades por ações, devido aos custos e complexidades associados às debêntures conversíveis, o que inviabiliza seu uso em startups nas fases iniciais de desenvolvimento.

Quando se trata da relação entre investidor e investido, os contratos de debêntures conversíveis possuem peculiaridades que requerem uma análise cuidadosa, considerando a fase de desenvolvimento da empresa e as preferências das partes envolvidas. O contrato mais

adequado dependerá das necessidades específicas de cada *Startup* e de seus estágios de desenvolvimento.

Em suma, as debêntures conversíveis são uma opção válida para captação de investimentos, mas seu uso deve ser considerado com base no contexto e nas características de cada *Startup*. Suas particularidades e complexidades as tornam mais adequadas para empresas em estágios mais avançados, e a relação entre investidor e investido deve ser cuidadosamente avaliada para assegurar o melhor encaixe entre o instrumento de investimento e a empresa.

2.4 CONTRATO DE OPÇÃO DE COMPRA DE AÇÕES OU DE QUOTAS

O contrato de opção de compra de ações ou de quotas é uma modalidade de instrumento de investimento regulamentada pelo Artigo 5º do Marco Legal das *Startups*. Esse contrato estabelece que uma parte, geralmente o investidor, adquire o direito, mas não a obrigação, de comprar ações ou quotas da *Startup* em uma data futura a um preço previamente acordado. Essa aquisição pode ocorrer sob condições específicas estipuladas no contrato (Feigelson; Nybo; Fonseca, 2018).

Com relação ao contrato de opção de compra de ações ou de quotas, a opção de compra é mais utilizada no mercado tradicional societário, onde se garante um direito a um proprietário de um ativo (Outorgante) a outra pessoa, chamada Outorgado. Esse direito permite ao Outorgado decidir de forma unilateral e por meio de uma simples expressão de vontade se deseja ou não celebrar um contrato de compra e venda do ativo. O conteúdo deste contrato, que pode ser preliminar ou definitivo, é estabelecido antecipadamente (Tepedino; Konder; Bandeira, 2019).

O contrato de opção de compra permite que uma pessoa física ou jurídica conceda a um terceiro o direito de adquirir ações ou quotas a um preço previamente acordado, de acordo com as condições e termos contidos no contrato. Como ocorre no mercado tradicional, o investimento por meio destes instrumentos no contexto das *Startups* acontece através de uma injeção de dinheiro na sociedade em troca de receber uma determinada parcela de participação societária previamente estabelecida (Reis, 2022).

Essa participação societária pode ser disponibilizada por meio da transferência de quotas ou ações já existentes ou pode envolver a subscrição de novas quotas. No entanto, neste tópico, tratamos da aquisição direta de participação societária por meio da transferência de quotas.

No contexto do investimento por meio de opção de compra de ações ou quotas, o investidor adquire suas participações somente ao exercer a opção de compra. Após essa etapa, torna-se um membro efetivo do quadro societário da empresa. Contudo, um desafio significativo associado a esse tipo de investimento é a diluição óbvia que ocorre para o fundador da empresa após o exercício da opção de compra (Coutinho, 2017).

É importante destacar, segundo Edgar Vidigal de Andrade Reis (2022), que no investimento com opção de compra de participação societária, o investidor só adquire os direitos exclusivos de um sócio após exercer a opção e integrar o quadro societário da startup. Antes desse momento, assim como em contratos de mútuo conversível em participação societária, o investidor não tem influência na gestão da sociedade investida.

O grande desafio relacionado à falta de ingerência antes da entrada do investidor no quadro societário é a possibilidade de a sociedade ser caracterizada como uma sociedade em comum. Nesse cenário, o investidor assume responsabilidade ilimitada com seu próprio patrimônio devido à desconsideração da personalidade jurídica da empresa (Reis, 2022).

O aspecto tributário desempenha um papel crucial em questões de investimento, sendo de grande relevância tanto para o investidor quanto para a empresa receptora. Os impostos frequentemente representam uma carga substancial e podem impactar significativamente os investimentos no Brasil. No contexto dos contratos de opção de compra de ações ou quotas, essa preocupação não é exceção. Portanto, a análise tributária é essencial para avaliar a vantagem dessa forma de investimento em situações específicas.

Contudo, é relevante notar que o investimento efetuado pelo investidor nos contratos de direito de opção de compra de participação societária geralmente é registrado por um valor nominal. Consequentemente, ao declarar seu imposto de renda, o investidor o faz com um valor inferior ao montante total das quotas ou ações adquiridas. Se o investidor optar por vender sua participação no futuro, haverá um aumento substancial do capital, conhecido como ganho de capital, e, resultante disso, deverá pagar um valor considerável em impostos.

Enquanto o contrato de mútuo conversível é tipicamente voltado para startups ou sociedades em estágios iniciais de investimento (*Seed Stage* e *Early Stage*), o contrato de opção de compra pode ser utilizado em qualquer fase de maturação da startup (*Seed Stage*, *Early Stage*, *Expansion Stage* e *Later Stage*). Contudo, é mais comum encontrá-lo em estágios iniciais, visando proteger o patrimônio do investidor. Isso ocorre porque, ao contrário do contrato de mútuo conversível, onde o investidor se torna credor da startup até a conversão, no

contrato de opção de compra, o investidor precisa exercer a opção para tornar-se efetivamente um sócio da sociedade.

Nesse contexto, o contrato de mútuo conversível mostra-se mais adequado e aplicável no universo das startups, pois o conceito intrínseco das startups e sua dinâmica muitas vezes tornam o contrato de opção de compra um instrumento menos eficaz para o desenvolvimento de uma startup, especialmente nos estágios iniciais e intermediários (*Seed Stage* e *Early Stage*).

O contrato de opção de compra de participação societária oferece uma vantagem significativa na perspectiva do investidor: proteger o patrimônio em relação a possíveis passivos que a startup possa vir a ter. Isso se dá pelo fato de que, antes de exercer a opção, o investidor não se torna efetivamente um sócio da sociedade. Portanto, goza de maior segurança jurídica na proteção de seu patrimônio em comparação com uma aquisição direta de participação societária (Feigelson; Nybo; Fonseca, 2018).

Outro ponto positivo desse tipo de investimento é que ele é menos custoso e burocrático, uma vez que não exige nenhum registro prévio e não demanda alterações no contrato social da startup antes do exercício da opção (Guilherme, 2015). Qualquer alteração no contrato social ocorreria somente no caso de conversão em participação societária.

Por outro lado, para o investidor, um aspecto negativo é que, tal como outros contratos de investimento, qualquer tentativa de gerir a sociedade ou de obter direitos antes da conversão em participação societária pode levar ao reconhecimento de uma sociedade em comum (Venosa; Rodrigues, 2023). Essa situação, conforme mencionado anteriormente, obrigaria o investidor a responder com seu patrimônio pessoal.

Do ponto de vista do empreendedor, esse tipo de investimento é mais vantajoso, pois o investimento inicial não cria uma dívida para a *Startup*. Além disso, a participação societária não é transferida imediatamente para o investidor, permitindo maior controle sobre a gestão dos negócios enquanto o direito do investidor de se tornar sócio não é exercido.

2.5 CONTRATO DE OPÇÃO DE SUBSCRIÇÃO DE AÇÕES OU DE QUOTAS

O contrato de opção de subscrição de ações ou quotas é um acordo que concede ao investidor o direito de compelir a *Startup* a emitir novas quotas ou ações, as quais serão adquiridas e pagas pelo investidor em um momento subsequente. Esse tipo de investimento está geralmente vinculado a eventos ou circunstâncias futuras, como reorganizações societárias,

transformações de sociedade limitada em sociedade por ações ou a realização de novas rodadas de investimento.

Para o investidor, o contrato de opção de subscrição oferece a vantagem da flexibilidade, permitindo-lhe exercer a opção em um momento posterior, quando a empresa estiver mais desenvolvida (*Early Stage* e *Expansion Stage*). No entanto, a emissão de novas quotas ou ações resulta na diluição da participação dos sócios fundadores (Coutinho, 2017). É crucial garantir que a elaboração desse contrato esteja em conformidade com os requisitos legais, já que a emissão de novas quotas ou ações implica no aumento do capital social e envolve procedimentos legais e aprovações.

No momento da opção de subscrição, não há incidência de imposto de renda, pois a aquisição efetiva das cotas ou ações ainda não ocorreu. No entanto, a incidência do imposto de renda ocorrerá após a aquisição efetiva, quando houver ganho de capital.

Esse tipo de investimento é geralmente realizado em estágios mais intermediários (*Early Stage* e *Expansion Stage*) da *Startup*, ao contrário do mútuo conversível, que é mais benéfico em fases iniciais (*Seed Stage* e *Early Stage*). O contrato de opção de compra, assim como o contrato de opção de subscrição, é mais comum em estágios de maior desenvolvimento da *Startup*, que ainda necessitam de aportes para continuar seu crescimento.

É importante observar que esse tipo de investimento é estratégico e os sócios fundadores geralmente não diluem todos os seus ativos a ponto de perderem o controle acionário total da sociedade.

3 ANÁLISE COMPARATIVA DAS VANTAGENS E DESVANTAGENS DAS ESTRUTURAS DE INVESTIMENTO

Para realizar uma análise comparativa abrangente dos instrumentos de investimento em *Startups*, é essencial estabelecer critérios de avaliação claros e objetivos. Cada critério será avaliado em uma escala que varia de 1 (pouco recomendável ou pouco utilizado) a 3 (altamente recomendável ou muito utilizado). Isso proporciona uma abordagem quantitativa para a análise comparativa e ajuda na tomada de decisão informada sobre a escolha do instrumento de investimento mais apropriado em diferentes fases de desenvolvimento das *Startups*. Os critérios de avaliação incluem:

- a. Fase de Investimento: Avalia em que fase do desenvolvimento da *Startup* cada instrumento é mais indicado.

- b. Aspectos Mercadológicos: Examina como cada instrumento se relaciona com a dinâmica do mercado das *Startups*.
- c. Custos: Considera os custos associados a cada instrumento e seu impacto sobre investidores e empreendedores.
- d. Formalização: Analisa os requisitos legais e formais necessários para implementar cada instrumento.
- e. Vantagens para o Investidor: Avalia as vantagens proporcionadas aos investidores que optam por cada instrumento.
- f. Vantagens para o Empreendedor: Explora os benefícios oferecidos aos empreendedores com base no instrumento escolhido.

Agora, será apresentada a tabela a seguir, que indica as fases de investimento e o tipo de instrumento societário mais adequado para cada estágio de desenvolvimento de uma *Startup*:

Tabela 1 — Fases de Investimento e Instrumento Societário Adequado

Fase de Investimento	Instrumento Societário Adequado	Critério de Seleção
<i>Seed Stage e Early Stage</i>	Mútuo Conversível	3
	Contrato de Opção de Subscrição e Opção de Compra	2
	Debênture conversível	1
<i>Expansion Stage e Later Stage</i>	Debêntures Conversíveis	3
	Mútuo Conversível	1
	Contrato de Opção de Subscrição e Opção de Compra	1

Fonte: O autor (2023).

Após extensa análise, concluiu-se que o mútuo conversível é o instrumento de investimento mais adequado para as sociedades em fase inicial e intermediária de desenvolvimento (*Seed Stage e Early Stage*). Isso se deve aos seus custos e procedimentos vantajosos, bem como à proteção inicial que oferece ao investidor. Como já mencionado, o investidor começa como credor da sociedade e, em um momento posterior, decide se quer se

tornar um participante efetivo do capital social. Por esse motivo, o mútuo conversível é mais comumente empregado nas fases iniciais de desenvolvimento (*Seed Stage e Early Stage*) (Reis, 2022).

Por outro lado, as debêntures conversíveis, devido ao seu alto custo e à falta de aplicabilidade legislativa para sociedades limitadas, são mais indicadas para sociedades em fase de maturação e desenvolvimento mais avançado (*Expansion Stage e Later Stage*). São mais comuns e frequentemente utilizadas em sociedades por ações, que geralmente estão em uma fase mais madura de desenvolvimento (Feigelson; Nybo; Fonseca, 2018).

Os contratos de opção de subscrição e de opção de compra são mais genéricos e podem ser empregados tanto nas fases iniciais quanto intermediárias. No entanto, nas fases mais avançadas, o mútuo conversível é preferido devido à maior segurança jurídica que oferece aos investidores (Reis, 2022).

É importante ressaltar que, ao abordar as fases de investimento, os empreendedores enfrentam desafios na obtenção de recursos para desenvolver suas inovações. Isso muitas vezes limita seu poder de negociação, levando os contratos de investimento a priorizarem a segurança jurídica. Essa é outra razão pela qual o mútuo conversível é frequentemente preferido em relação aos contratos de opção de subscrição e de compra.

Quanto à tabela anterior, podemos agora realizar uma análise dos aspectos mercadológicos dos Contratos de Investimento, considerando a frequência de utilização no mercado:

Tabela 2 — Aspectos Mercadológicos e Instrumento Societário

Aspectos Mercadológicos	Instrumento Societário	Critério de Seleção
Alta utilização	Mútuo Conversível	3
Média utilização	Contrato de opção de compra	2
Média Utilização	Contrato de Opção de subscrição	2
Baixa utilização	Debênture Conversível	1

Fonte: O autor (2023).

É crucial destacar que os aspectos mercadológicos seguem as premissas das fases de investimento. No caso do mútuo conversível, este é amplamente considerado o instrumento de investimento mais empregado devido ao seu baixo custo, facilidade de execução, segurança jurídica que proporciona ao investidor e à prevalência do seu uso no mercado, muitas vezes devido à falta de conhecimento sobre outros instrumentos (Reis, 2022).

Sempre que se discute o mútuo conversível, surge uma comparação com as debêntures conversíveis, que são o instrumento de investimento em startups menos utilizado. Isso deve-se à comparação direta com o mútuo conversível em termos de custos e burocracia procedimental. É importante ressaltar que as debêntures conversíveis, como mencionado anteriormente na fase de investimento, são tipicamente utilizadas em sociedades em estágios de desenvolvimento mais avançados (*Expansion Stage* e *Later Stage*). Portanto, sua utilização é menos frequente, uma vez que as *Startups* estão em um estágio de desenvolvimento mais inicial e requerem investimentos que geralmente ocorrem em fases mais precoces da sociedade.

Por outro lado, o contrato de opção de subscrição e o contrato de opção de compra são instrumentos amplamente utilizados no mercado; porém, devido à alta prevalência do mútuo conversível, sua utilização é relativamente mitigada no contexto de investimentos em startups. Isso ocorre porque o mútuo conversível estabelece uma relação de crédito entre o investidor e o empreendedor, tornando-o mais vantajoso quando se trata de promessas de compra ou subscrição (Feigelson; Nybo; Fonseca, 2018).

Agora, vamos analisar o próximo critério, que se refere aos custos associados aos contratos de investimento em *Startups*. A avaliação dos custos desempenha um papel crucial na escolha do instrumento de investimento mais apropriado, pois afeta diretamente tanto os investidores quanto os empreendedores.

Tabela 3 — Custos e Instrumento Societário

Custos	Instrumento Societário	Critério de Seleção
Baixo	Mútuo Conversível	3
Baixo	Contrato de opção de compra	3
Baixo	Contrato de Opção de subscrição	3
Alto	Debênture Conversível	1

Fonte: O autor (2023).

Em relação ao tema dos custos, é importante notar que os instrumentos de investimento possuem características distintas que afetam o custo associado a cada um. Como discutido, a análise dos custos é crucial na escolha do instrumento de investimento mais apropriado.

As debêntures conversíveis são geralmente empregadas em estágios mais avançados (*Expansion Stage* e *Later Stage*) das empresas, o que as torna dispendiosas e complexas de serem implementadas.

Em contrapartida, ao avaliar o mútuo conversível, bem como os contratos de opção de subscrição de ações ou quotas e o contrato de opção de compra de ações ou quotas, torna-se evidente que estas opções oferecem maior acessibilidade em termos de custos. Isso ocorre devido à natureza intrínseca desses contratos, frequentemente empregados por empresas em estágios iniciais de desenvolvimento (*Seed Stage* e *Early Stage*), onde é essencial não impor entraves significativos no processo de aporte de capital para o crescimento da empresa (Reis, 2022).

No contexto das *Startups*, é fundamental ter em mente que o estágio de desenvolvimento é um fator relevante a ser considerado ao tomar decisões de investimento. Por exemplo, as debêntures conversíveis não seriam a escolha adequada para uma *Startup* em estágio inicial devido aos custos substanciais associados à sua elaboração.

Portanto, é crucial personalizar a abordagem, levando em consideração o tamanho e o estágio de desenvolvimento específico da empresa. Com exceção das debêntures conversíveis, os contratos de investimento geralmente envolvem custos mais baixos e menor burocracia.

Isso está alinhado com o princípio do Marco Legal das *Startups*, que visa promover o financiamento saudável das empresas voltadas para a inovação. Não é sensato sobrecarregar esses empreendimentos com custos elevados, pois isso contrariaria o propósito do Marco Legal, retardando o investimento e o desenvolvimento de novas inovações no Brasil.

No próximo trecho, será abordado o critério de formalização, explorando os requisitos legais e formais associados a cada instrumento de investimento. Isso ajudará a fornecer uma visão completa das vantagens e desvantagens de cada opção disponível para investir em *Startups* em diferentes estágios de desenvolvimento.

Tabela 4 — Tempo de Formalização e Instrumento Societário

Tempo de Formalização	Instrumento Societário	Critério de Seleção
Baixo	Mútuo Conversível	3
Baixo	Contrato de opção de compra	3
Baixo	Contrato de Opção de subscrição	3
Alto	Debênture Conversível	1

Fonte: O autor (2023).

Ao realizar uma análise comparativa dos instrumentos de investimento, é essencial considerar não apenas os custos envolvidos, mas também os processos de formalização. Frequentemente, os custos estão intrinsecamente ligados aos procedimentos necessários para

formalizar os contratos de investimento, uma vez que a burocracia tende a encarecer tais procedimentos.

A análise parte do pressuposto de que, assim como os custos de uma debênture conversível são mais elevados, seus aspectos processuais também são mais complexos. Portanto, ao examinar os instrumentos de investimento em *Startups*, é imperativo considerar a debênture conversível como o contrato de investimento mais dispendioso e complexo em comparação com os demais.

Isso se deve tanto à sua natureza intrincada quanto às notáveis diferenças em relação ao estágio de maturação da empresa. Além disso, aspectos de mercado também influenciam a complexidade das debêntures conversíveis.

É crucial ressaltar que as debêntures são veículos de investimento interessantes, e por isso são mais frequentemente utilizadas em sociedades por ações, ou seja, empresas que possuem um histórico sólido e segurança jurídica devido ao seu desenvolvimento já estabelecido.

Agora, à medida que se explora o critério de formalização e seus aspectos legais e formais, é hora de direcionar a atenção para o último aspecto-chave na análise dos instrumentos de investimento em *Startups*. Este último aspecto diz respeito à relação entre investidores e empreendedores, o coração das transações de investimento.

Tabela 5 — Proteção do Investidor e Instrumento Societário

Proteção do Investidor	Instrumento Societário	Critério de Seleção
Alta	Mútuo Conversível	3
Média	Contrato de opção de compra	2
Média	Contrato de Opção de subscrição	2
Baixa	Debênture Conversível	1

Fonte: O autor (2023).

Ao realizar uma análise comparativa dos contratos de investimento em *Startups*, é crucial considerar um aspecto fundamental: a vontade dos agentes envolvidos no investimento e na captação de recursos. Este é o ponto central deste estudo, pois visa entender tanto a perspectiva do empreendedor quanto a do investidor, em relação ao instrumento de investimento que oferece maior segurança jurídica e benefícios para a *Startup* (Reis, 2022).

Portanto, ao analisar todos os tópicos abordados até o momento, deve-se ponderar alguns aspectos essenciais para chegar a uma conclusão. Os instrumentos de investimento em

Startups possuem características distintas, pois não haveria a necessidade de diversos tipos de instrumentos se todos seguissem a mesma lógica, procedimento e custo.

Do ponto de vista do investidor, a análise do contrato de investimento deve considerar o estágio de maturação da empresa. Como mencionado, não é sensato emitir debêntures conversíveis para uma *Startup* em seu estágio inicial de desenvolvimento (*Seed Stage* e *Early Stage*). Nestes casos, o investidor busca maior segurança jurídica e benefícios ao optar pelo contrato de mútuo conversível, no qual atua como credor da empresa antes de se tornar sócio (Feigelson; Nybo; Fonseca, 2018).

Além disso, ao comparar o mútuo conversível com os contratos de opção de compra e subscrição, o investidor geralmente encontra maior segurança jurídica no primeiro devido à sua característica de não se converter automaticamente em participação societária. Contudo, os contratos de opção de compra e subscrição são alternativas válidas para investimentos em empresas mais consolidadas, oferecendo clareza sobre a sociedade, mas também um risco mitigado para o investimento em participação societária. A diferença fundamental reside no fato de que, em um contrato de mútuo, o capital do investidor é protegido, enquanto nos contratos de opção, o investidor tem a opção de participar na sociedade.

Do ponto de vista do empreendedor, aspectos subjetivos também devem ser considerados. A *Startup* que recebe o investimento muitas vezes depende desse capital para continuar inovando e desenvolvendo tecnologias, o que é crucial para a economia global e social. Nesse sentido, o instrumento de investimento mais adequado é aquele em que o investidor se sente confortável em alocar recursos, visando uma rentabilidade futura. A segurança jurídica do investidor é fundamental para o empreendedor, pois o melhor investimento é aquele que atende às necessidades e preferências do investidor.

Ademais, em fases iniciais de desenvolvimento (*Seed Stage* e *Early Stage*), não é razoável para o sócio fundador perder rapidamente o controle da empresa (Coutinho, 2017). Portanto, o contrato de mútuo conversível destaca-se aos olhos do empreendedor, pois inicialmente oferece capital e mantém a gestão da empresa sob seu controle.

Por fim, as debêntures conversíveis são mais relevantes para o empreendedor em estágios avançados de desenvolvimento (*Expansion Stage* e *Later Stage*), onde considerações subjetivas têm menos peso. Quando as debêntures são emitidas, a *Startup* já não é embrionária, mas uma empresa mais madura, que provavelmente já passou por várias rodadas de investimento. A conversão das debêntures em participação acelera o crescimento da empresa.

Em resumo, o contrato de investimento mais adequado para o empreendedor é aquele que o investidor deseja fazer, enquanto para o investidor, é aquele que oferece maior segurança jurídica, relação custo-benefício favorável e menor risco. Portanto, a fase de desenvolvimento da empresa é o fator determinante na análise, pois indica qual contrato de investimento é o mais adequado, seguro e vantajoso.

4 RESULTADOS

Este ponto do trabalho é de extrema relevância para entender e analisar os contratos de investimento de forma abrangente. O estudo buscou questionar certos conceitos pré-estabelecidos acerca dos contratos de investimento em *Startups*, concluindo que o mútuo conversível é o contrato de investimento mais amplamente utilizado, devido à sua natureza versátil.

Ao realizar uma análise comparativa dos contratos de investimento em *Startups*, é crucial considerar um aspecto fundamental: a vontade dos agentes envolvidos no investimento e na captação de recursos. Este é o ponto central do estudo, pois visa entender tanto a perspectiva do empreendedor quanto a do investidor, em relação ao instrumento de investimento que oferece maior segurança jurídica e benefícios para a *Startup*.

Portanto, ao analisar todos os tópicos abordados, deve-se ponderar alguns aspectos essenciais para chegar a uma conclusão. Os instrumentos de investimento em *Startups* possuem características distintas, já que não haveria necessidade de diversos tipos de instrumentos se todos seguissem a mesma lógica, procedimento e custo.

Do ponto de vista do investidor, a análise do contrato de investimento deve considerar o estágio de maturação da empresa. Como mencionado, não é sensato emitir debêntures conversíveis para uma *Startup* em sua fase embrionária de desenvolvimento. Nestes casos, o investidor busca maior segurança jurídica e benefícios ao optar pelo contrato de mútuo conversível, no qual atua como credor da empresa antes de se tornar sócio.

Ao comparar o mútuo conversível com os contratos de opção de compra e subscrição, o investidor geralmente encontra maior segurança jurídica no primeiro, devido à sua característica de não se converter automaticamente em participação societária e pela sua natureza de empréstimo. No entanto, os contratos de opção de compra e subscrição são alternativas válidas para investimentos em empresas mais consolidadas, oferecendo maior clareza sobre a sociedade, mas também um risco mitigado para o investimento em participação

societária. A diferença fundamental é que, em um contrato de mútuo, o capital do investidor é protegido, enquanto nos contratos de opção, o investidor tem a possibilidade de participar na sociedade.

Por outro lado, do ponto de vista do empreendedor, aspectos subjetivos também devem ser considerados. A *Startup* que recebe o investimento muitas vezes depende desse capital para continuar inovando e desenvolvendo tecnologias, o que é crucial para a economia global e social. Nesse contexto, o instrumento de investimento mais adequado é aquele no qual o investidor se sente confortável em alocar recursos, visando uma maior rentabilidade futura. A segurança jurídica do investidor é fundamental para o empreendedor, e o melhor investimento é aquele que atende às necessidades e preferências do investidor.

Ademais, em fases iniciais de desenvolvimento, não é razoável que o sócio fundador perca rapidamente o controle da empresa. Portanto, o contrato de mútuo conversível se destaca aos olhos do empreendedor, pois oferece capital inicialmente e mantém a gestão da empresa sob seu controle.

Em resumo, o objetivo inicial deste estudo era abordar os aspectos subjetivos e objetivos dos contratos de investimento. Embora existam maneiras de mitigar riscos e encontrar o tipo de investimento mais adequado para cada fase de desenvolvimento da empresa, todos os tipos de investimento têm vantagens e desvantagens tanto para o investidor quanto para o empreendedor. O mútuo conversível é vantajoso para o investidor, mas pode ser desvantajoso para o empreendedor devido ao maior risco envolvido.

No entanto, frequentemente o empreendedor não tem escolha e precisa aceitar o tipo de investimento oferecido pelo investidor. Em fases iniciais de desenvolvimento, o mútuo conversível geralmente é a melhor opção para o investidor, protegendo seus interesses. No entanto, debêntures conversíveis não são adequadas para *Startups* em estágios iniciais, pois estas ainda estão buscando se estabelecer no mercado e não têm o lastro necessário para justificar esse tipo de investimento. Portanto, a escolha do contrato de investimento mais adequado depende da fase de desenvolvimento da empresa e das preferências e necessidades do investidor e do empreendedor.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com base nas análises realizadas, conclui-se que os contratos de investimento em *Startups* são uma questão complexa e multifacetada, envolvendo uma interação delicada entre os interesses do investidor e do empreendedor.

O mútuo conversível emerge como uma opção atraente para os investidores, oferecendo uma combinação de segurança e flexibilidade. Este contrato permite ao investidor proteger seus recursos, atuando inicialmente como credor e mantendo a oportunidade de se tornar acionista caso o empreendimento prospere. No entanto, essa abordagem pode impor um risco adicional ao empreendedor, que pode se encontrar endividado em caso de falha.

Por outro lado, contratos como a opção de compra de quotas ou subscrição de quotas proporcionam maior segurança ao empreendedor, pois o investidor entra diretamente como acionista, sem a obrigação de reembolso em caso de insucesso. No entanto, essa opção pode não estar disponível para o empreendedor, principalmente nas fases embrionárias de desenvolvimento, quando o acesso a capital é limitado.

A fase de desenvolvimento da *Startup* desempenha um papel fundamental na determinação do contrato de investimento mais adequado. *Startups* em estágios iniciais, que frequentemente enfrentam dificuldades significativas de capital, podem não ter a opção de escolher o contrato que oferece maior segurança para o empreendedor. Nesses casos, o mútuo conversível pode ser a única alternativa viável.

Em contrapartida, as debêntures conversíveis, embora sejam um instrumento de investimento válido, são mais apropriadas para empresas consolidadas e maduras, que já percorreram várias etapas de desenvolvimento.

Em última análise, não há uma abordagem única e ideal para os contratos de investimento em *Startups*. Cada tipo de contrato possui suas vantagens e desvantagens, tanto do ponto de vista do investidor quanto do empreendedor. A escolha do contrato mais apropriado dependerá da situação específica da *Startup*, de seus estágios de desenvolvimento, das necessidades de capital e das preferências dos envolvidos.

É importante reconhecer que esses contratos desempenham um papel crucial no financiamento e no desenvolvimento das *Startups*, impulsionando a inovação e o crescimento econômico. A busca por soluções que equilibrem os interesses de ambas as partes continua sendo uma tarefa fundamental na promoção desse setor vital para a economia global.

Com esta conclusão, reforça-se que os contratos de investimento em *Startups* são complexos e multifacetados. Eles desempenham um papel crucial no apoio ao desenvolvimento de empresas inovadoras, mas a escolha do contrato apropriado depende de vários fatores, incluindo o estágio de desenvolvimento, as necessidades do investidor e do empreendedor, e as circunstâncias específicas da empresa. A busca contínua por equilíbrio e soluções que atendam a ambas as partes é essencial para promover o sucesso das *Startups* e impulsionar a inovação e o crescimento econômico.

REFERÊNCIAS

- CAMINHA, Lucas; COELHO, Gustavo F. **Captação de recursos por startups**: atualizado com o marco legal das startups. Coimbra: Grupo Almedina (Portugal), 2023. (E-book. ISBN 9786556277844). Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786556277844/>. Acesso em: 30 out. 2023.
- COUTINHO, Sérgio Mendes B. **Fusões e aquisições**. São Paulo: Saraiva, 2017. (E-book. ISBN 9788547222253). Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788547222253/>. Acesso em: 31 out. 2023.
- FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik F.; FONSECA, Victor C. **Direito das startups**. São Paulo: Saraiva, 2018. (E-book. ISBN 9788553600311). Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788553600311/>. Acesso em: 31 out. 2023.
- GUILHERME, Luiz Fernando do Vale A. **Função social do contrato e contrato social**: análise da crise econômica. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2015. (E-book. ISBN 9788502625259). Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788502625259/>. Acesso em: 31 out. 2023.
- MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial**: contratos e obrigações comerciais. 19 ed. Rio de Janeiro: Grupo GEN, v. 3, 2019. (E-book. ISBN 9788530986421). Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788530986421/>. Acesso em: 31 out. 2023.
- NEIVA, Tomás. **Comentários ao Marco Legal das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2021. (E-book. ISBN 978655597448). Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/978655597448/>. Acesso em: 31 out. 2023.
- NVCA. **NVCA Yearbook**. 2023. Disponível em: <https://nvca.org/nvca-yearbook/>. Acesso em: 26 out. 2023.
- PORTAL TRIBUTÁRIO. **Mútuo Financeiro**: tratamento fiscal. 2023. Disponível em: <https://www.portaltributario.com.br/guia/mutuo.html> . Acesso em: 8 nov. 2023.
- REIS, Edgar Vidigal de A. **Startups**: Análise de Estruturas Societárias e de Investimento no Brasil. Coimbra: Grupo Almedina (Portugal), 2022. (E-book. ISBN 9786556277134).

Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786556277134/>. Acesso em: 15 set. 2023.

TEPEDINO, Gustavo; KONDER, Carlos N.; BANDEIRA, Paula G. **Fundamentos do Direito Civil**: contratos. Rio de Janeiro: Grupo GEN, v. 3, 2019. (E-book. ISBN 9786559644117). Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559644117/>. Acesso em: 31 out. 2023.

VENOSA, Silvio de Salvo; RODRIGUES, Cláudia. **Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2023. (E-book. ISBN 9786559772445). Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559772445/>. Acesso em: 31 out. 2023.

TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, Luiz Carlos Calfat Nami Haddad Coelho Silva,
discente regularmente matriculado(a) na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito, matrícula nº (31968813), período (Noturno), turma (U), tendo realizado o TCC com o título: INOVAÇÃO E REGULAÇÃO: UM EXAME DAS OPORTUNIDADES E DESAFIOS DOS INVESTIMENTO EM STARTUPS SOB O MARCO LEGAL N° 182/2021. sob a orientação do(a) Professor(a) Brunno Pandori Giancoli declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 10 de novembro de 2023.



Assinatura do discente