

**FGV DIREITO SP**  
**MESTRADO PROFISSIONAL**

**Investimento em *startup*:**  
**Riscos de descaracterização de estruturas híbridas de investimento**  
Emanoel Lima da Silva Filho

Projeto de pesquisa apresentado ao  
Mestrado Profissional da FGV Direito SP,  
sob orientação da professora  
Mônica Steffen Guise Rosina  
e co-orientação de Alexandre Pacheco da Silva

Versão de 30.11.2017

### **1. Tema, contexto e delimitação de escopo**

O tema proposto para o trabalho de conclusão do curso de Mestrado Profissional em Direito dos Negócios da Fundação Getúlio Vargas – São Paulo é “Investimento em *startup*: riscos de descaracterização de estruturas híbridas de investimento”.

A abordagem pretendida tem como foco a identificação e análise das principais estruturas contratuais utilizadas pelos investidores anjo para a realização de investimentos em *startups* em nosso país, incluindo, por exemplo, mútuo conversível em *equity* e opção de compra de participação societária (“Contratos de Investimento”). Analisaremos, ainda, a figura do contrato de participação, introduzido no ordenamento jurídico brasileiro por meio da Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016. Nossa análise terá como ponto principal os riscos patrimoniais dos investidores anjo, especialmente em função da utilização de estruturas contratuais híbridas de investimento, com características que se assemelham mais a uma sociedade (“Contratos Híbridos de Investimento”).

Esses Contratos de Investimento surgem da necessidade de proteção patrimonial dos investidores que, diante da insegurança jurídica e relativização da limitação de responsabilidade nas estruturas societárias, acabam utilizando-se de modelos contratuais atípicos para manter certa distância dos riscos do negócio.

Ocorre que, em função da necessidade de maior participação e controle dos investidores nas atividades da empresa investida, especialmente em se tratando de investidores anjo ativos (que se envolvem com maior proximidade dos negócios e gestão da investida), muitas vezes os Contratos de Investimento preveem cláusulas que conferem certos poderes/direitos ao investidor que são típicos de sócio, tais como poder de veto em deliberações societárias e possibilidade de indicação de administrador.

Nesse sentido, realizaremos uma análise detalhada das cláusulas mais utilizadas em Contratos Híbridos de Investimento, bem como da jurisprudência, de modo a identificar e delimitar o risco existente para o investidor anjo ao adotar referidas cláusulas. Nosso foco

nessa análise está voltado para ao risco de descaracterização do Contrato Híbrido de Investimento, e sua caracterização como, por exemplo, “sociedade em comum<sup>1</sup>”, ante à aplicação do princípio da tipicidade societária, consagrado em nosso ordenamento jurídico pelo artigo 983 do Código Civil.

O tema se insere em um contexto de ascensão das *startups* pelo mundo e também no Brasil. A cidade de São Paulo atualmente é considerada o principal ecossistema de startups da América do Sul<sup>2</sup>, e o número de startups no Brasil vem crescendo consideravelmente nos últimos anos. A Associação Brasileira de Startups (ABStartups), por exemplo, conta atualmente com aproximadamente 4,2 mil empresas nascentes filiadas<sup>3</sup>.

As novas tecnologias vêm mudando consideravelmente o modo de se fazer negócios e ofertar/vender produtos e serviços. No caso do Uber, por exemplo, seu modelo de negócio inovador alterou radicalmente a forma de prestação e contratação de serviço de transporte de pessoas nos centros urbanos.

Essas tecnologias são muitas vezes resultado de trabalhos desenvolvidos por empresas jovens, com ideias e/ou modelos de negócio inovadores, as chamadas *startups*. São muitos os casos de sucesso, tais como o próprio Uber, já mencionado acima. No Brasil um dos mais recentes e relevantes casos de sucesso é o Nubank. A *startup* que atua no segmento de cartões de crédito iniciou suas atividades em 2014 já recebeu aproximadamente US\$ 179 milhões em investimentos, conforme publicado pelo Jornal Valor Econômico em 07 de dezembro de 2016<sup>4</sup>.

Como consequência dessa notória ascensão, os investidores vêm cada vez mais voltando atenção a esse tipo de negócio. Segundo pesquisa realizada pela Anjos do Brasil, associação que reúne investidores e tem como objetivo o fomento ao investimento anjo, o volume de investimentos em *startups* em 2016 foi de R\$ 851 milhões. Esse volume representa crescimento de 9% em relação a 2015.<sup>5</sup> No entanto, esse mercado poderia ser ainda maior, visto o tamanho da economia Brasileira.

Embora haja inúmeros casos de sucesso, conforme mencionado acima, é sabido que a grande maioria das *startups* está fadada à morte prematura. Estudo realizada pela aceleradora

---

<sup>1</sup> Artigo 986 do Código Civil

<sup>2</sup> Startup Genome Releases Global Startup Ecosystem Report and Ranking 2017. PR Newswire US. Mar. 14, 2017. p. 95.

<sup>3</sup> Época Negócios. Um raio-x das startups brasileiras: como estão distribuídas e em que áreas atuam. Disponível em: <<http://epocanegocios.globo.com/Empreendedorismo/noticia/2017/08/um-raio-x-das-startups-brasileiras-como-estao-distribuidas-e-em-que-areas-atuam.html>>. Acesso em: 30 nov. 2017.

<sup>4</sup> MARQUES, Felipe. Nubank capta US\$ 80 milhões em aporte liderado por DST Global. Valor Econômico, São Paulo, 07 dez. 2016. Disponível em: < <http://www.valor.com.br/financas/4798851/nubank-capta-us-80-milhoes-em-aporte-liderado-por-dst-global> > acesso em: 25 nov. 2017.

<sup>5</sup> Anjos do Brasil. Investimento Anjo para Startups cresce mesmo com a crise, mas está sob risco. 2017. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/blog/investimento-anjo-para-startups-cresce-mesmo-com-a-crise-mas-esta-sob-risco>>. Acesso em: 20 out. 2017.

Startup Farm publicado em 7 de julho de 2017 aponta que aproximadamente 74% dessas empresas fecham as portas após 5 anos de existência.<sup>6</sup> A pesquisa realizada pela Fundação Dom Cabral e publicada em 2014 aponta que 25% das startups “morrem” em seu primeiro ano de existência e 50% delas nos quatro primeiros anos<sup>7</sup>. Diante da alta taxa de mortalidade das *startups*, o investidor deve sempre estar preparado e resguardado juridicamente para os casos de insucesso. A escolha consciente da estrutura jurídica a ser utilizada é parte fundamental da sua decisão de investimento. É nesse ponto que pretendemos colaborar com nossa pesquisa.

Nossa pesquisa será restrita à análise dos riscos jurídicos do investimento em startups por meio de estruturas contratuais. Dessa forma, não abordaremos questões relacionadas a riscos financeiros, operacionais ou creditícios das sociedades investidas.

## 2. Modelo de pesquisa e fontes e métodos de investigação

Adotaremos para nosso trabalho o modelo de trabalho exploratório sobre práticas jurídicas.

Propomos uma análise aprofundada das cláusulas mais utilizadas em Contratos Híbridos de Investimento, bem como da jurisprudência dos tribunais (notadamente, Superior Tribunal de Justiça e Tribunais de Justiça estaduais, em especial o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo). Com isso, pretendemos analisar o enquadramento jurídico dado aos Contratos Híbridos de Investimento pelo poder judiciário. Complementarmente, pretendemos extrair o racional lógico e o embasamento jurídico que fundamentam referido enquadramento, de modo a possibilitar a identificação e análise dos riscos relacionados às diferentes formas de estruturação dos Contratos Híbridos de Investimento.

Dessa maneira, pretendemos ponderar (i) os fatores que influenciam na adoção, pelo investidor, de um Contrato Híbrido de Investimento e (ii) os riscos inerentes à adoção dessa modalidade contratual do ponto de vista da proteção patrimonial do investidor.

Com a análise proposta, buscaremos sistematizar os riscos e vantagens da utilização de Contratos Híbridos de Investimento, através da identificação dos fatores que podem comprometer sua caracterização em contraponto com os motivadores da sua adoção. Desse modo, pretendemos avaliar a melhor adequação das cláusulas que os caracterizam, tendo em vista os riscos que apresentam e as alternativas jurídicas para atingimento do mesmo

---

<sup>6</sup> Startup Farm. Pesquisa da Startup Farm revela a mortalidade das startups brasileiras. 2016. Disponível em: <<http://blog.startupfarm.com.br/institucional/pesquisa-da-startup-farm-revela-a-mortalidade-das-startups-brasileiras/>>. Acesso em: 25 nov. 2017.

<sup>7</sup> ARRUDA, Carlos; NOGUEIRA, Vanessa; COZZI, Afonso; COSTA, Vinícius. Causas da Mortalidade de Startups Brasileiras – O que fazer para aumentar as chances de sobrevivência no mercado? Núcleo de Inovação e Empreendedorismo, Fundação Dom Cabral, 2014. Disponível em: <[http://www.fdc.org.br/blogespacodialogo/documents/2014/causas\\_mortalidade\\_startups\\_brasileiras.pdf](http://www.fdc.org.br/blogespacodialogo/documents/2014/causas_mortalidade_startups_brasileiras.pdf)>. Acesso em: 25 nov. 2016.

resultado, a depender das expectativas dos investidores e da necessidade de influência destes na condução dos negócios das sociedades investidas.

Para alcançarmos o resultado esperado, a pesquisa contemplará: (i) análise da jurisprudência nacional sobre questões relacionadas ao tema, (ii) análise da legislação relevante sobre o tema e (iii) pesquisa bibliográfica (nacional e estrangeira).

### **3. Problemas e quesitos**

Conforme já mencionado, nossa pesquisa tem como objetivo a identificação e análise dos riscos de responsabilização do investidor anjo por meio de Contratos Híbridos de Investimento, com ênfase na análise das cláusulas mais utilizadas e no entendimento jurisprudencial sobre o tema. Dessa forma, a pesquisa objetivará responder as seguintes questões:

- De que forma está orientado o interesse dos investidores na realização de investimentos em startups? Há expectativa de recebimento de dividendos ou seu interesse está exclusivamente voltado ao retorno em eventos de liquidez?
- O contrato de participação previsto na Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016, atende aos interesses dos investidores anjo?
- Há risco de responsabilização do investidor anjo por obrigações da sociedade em caso de investimento realizado por meio de Contratos Híbridos de Investimento?
- É possível conferir segurança ao patrimônio do investidor nas estruturas de investimento por meio de Contratos Híbridos de Investimento?
- O contrato de participação previsto na Lei Complementar nº 155/2016 pode mitigar a exposição do investidor anjo aos riscos da sociedade investida?
- Sob a perspectiva da mitigação de riscos patrimonial, em quais situações é mais indicado para o investidor anjo ingressar no capital social da sociedade investida?
- Há necessidade de adequação legislativa ou de interpretação jurisprudencial para conferir maior proteção patrimonial aos investidores e, dessa forma, fomentar o mercado de investimento anjo no Brasil?

### **4. Justificação da relevância prática e do potencial inovador**

Conforme já mencionado, o mercado de *startups* vem ganhando cada vez mais relevância no cenário nacional e internacional. Prova disso, na perspectiva nacional, é o considerável crescimento no número de aceleradora no mercado brasileiro, que passou de apenas uma em 2005 para aproximadamente 40 em 2015<sup>8</sup>, bem como a criação/expansão de

---

<sup>8</sup> ABREU, PM; CAMPOS NETO, Nd. O panorama das aceleradoras de Startups no Brasil. Centro de Estudos em Private Equity e Venture Capital (GVcepe), 2016.

iniciativas de inovação em grandes empresas consolidadas no mercado, tais como o Cubo, do Banco Itaú Unibanco e iDEXO, criada recentemente pela TOTVS.

Apesar do crescimento constante que os investimentos anjo em startups vêm apresentando nos últimos anos<sup>9</sup>, ainda há muita insegurança quanto aos riscos jurídicos relacionados às operações. O risco de desconsideração da personalidade jurídica e comprometimento do patrimônio pessoal do investidor por obrigações das sociedades investidas têm sido apontado como um dos fatores que os afastam das estruturas de investimento direto, com aquisição de participação societária<sup>10</sup>. Essa mesma preocupação tenho verificado no meu dia-a-dia profissional, o que influencia consideravelmente na decisão de desembolso dos investidores. Diante disso, as estruturas contratuais de investimento, mais especificamente o mútuo conversível, vêm aparentemente prevalecendo nesse mercado<sup>11</sup>.

Dessa forma, é de primordial importância a identificação e delimitação dos riscos relacionados à realização de investimento em *startup* por meio de Contratos Híbridos de Investimento. Apesar de a matéria ser tratada em trabalhos jurídicos de forma genérica ou com enfoque diverso do aqui pretendido, pouco se tem tratado de forma específica e sistematizada sobre essa questão.

Buscaremos, com nosso trabalho, analisar com profundidade as cláusulas mais frequentes nos Contratos Híbridos de Investimento, de modo a identificar com clareza os riscos aos quais os investidores estão expostos. Assim, procuraremos balizar referidos riscos e sugerir mitigadores capazes de evitar a descaracterização dos Contratos Híbridos de Investimento e consequente responsabilização dos investidores por passivos das sociedades investidas.

## **6. Familiaridade com o objeto, acessibilidade de informações e envolvimento pessoal**

O tema é bastante familiar ao meu dia-a-dia profissional. Sou advogado responsável pelas áreas de direito societário/M&A e de contratos de um escritório de advocacia sediado em São Paulo, o que envolve atuação na área de tecnologia e inovação. Nosso escritório lançou recentemente uma iniciativa voltada especificamente à prestação de serviços para *startups*, na qual atuo diretamente como membro do comitê consultivo. Dessa forma, operações de investimento em empresas de modo geral, e especificamente em *startups*, são objeto da minha militância diária como advogado.

---

<sup>9</sup> 11% em 2013/2014, 14% em 2014/2015 e 9% em 2015/2016, conforme pesquisa realizada por Anjos do Brasil <<http://www.anjosdobrasil.net>>, disponível em <<http://www.inova.jor.br/2017/06/28/investimento-anjo-brasil/>> acesso em 27.11.2017.

<sup>10</sup> COELHO, Giulliano Tozzi; OLIVÉRIO, João Otávio Pinheiro; AZEVEDO, Júlio Cesar da R. Germano de; SILVA, Layon Lopes da; PACHECO, Leonardo Serra de Almeida; MORELI, Luiz Fernando Villa; GARRIDO, Luiz Gustavo; FLACH, Pedro. Direito das startups. 1ª ed. Curitiba, PR: Juruá, 2016. p. 119.

<sup>11</sup> Anjos do Brasil. Guia de Investimento Anjo & Documentos Legais. p. 24. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/guia.html>>. Acesso em: 29 nov. 2017.

Além disso, já atuei em diversas operações de investimento em *startups*, tanto pelo lado do investidor quanto pelo lado da investida, realizadas nas mais diversas fases de maturação da empresa. Temos proximidade com alguns dos maiores grupos de investidores anjo do Brasil, com os quais poderemos contar para o fornecimento de informações e levantamento de dados.

Tenho familiaridade também com a literatura especializada sobre as matérias que envolvem o tema, tanto em decorrência de pesquisas necessárias à realização da minha atividade profissional, quanto pelo meu interesse acadêmico.

Acredito que essa experiência e rede de relacionamento sejam de primordial importância para o desenvolvimento de uma pesquisa consistente, com enfoque prático e capaz de contribuir para a sedimentação de conceitos e práticas relacionados ao tema.

## **8. Indicação de literatura especializada e obras de referência**

Ali, K. New Solutions to the Funding Dilemma of Technology Startups. *Technology Innovation Management Review*, Iss, Jun. 2011.

ALMEIDA, Amador Paes de. Execução de bens dos sócios: obrigações mercantis, tributárias, trabalhistas: da desconsideração da personalidade jurídica (doutrina e jurisprudência). São Paulo: Saraiva, 2008.

ARRUDA, C.; NOGUEIRA, V. S.; COSTA, V. O ecossistema empreendedor brasileiro de startups: uma análise dos determinantes do empreendedorismo no Brasil a partir dos pilares da OCDE. Nova Lima, MG: Núcleo de Inovação e Empreendedorismo, Fundação Dom Cabral, 2013.

BAMMENS, Y.; COLLEWAERT, V. Trust between entrepreneurs and Angel Investors: exploring positive and negative implications for venture performance assessments. *Journal of Management*, Maastricht, v. 40, n. 7, p. 1980-2008, 2014.

BURKE, João; et al. Mitigação de riscos em investimento-anjo: modelo conceitual e evidências qualitativas. *Gestao & Planejamento*. 17, 2, 348-366, Maio 2016.

CARVALHOSA, MODESTO. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 7<sup>a</sup> ed. São Paulo: Saraiva, 2013. 2 v.

CATAPANI, Mário Ferro. Os contratos associativos. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito societário contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 87-103.

COELHO, Giulliano Tozzi; OLIVÉRIO, João Otávio Pinheiro; AZEVEDO, Júlio Cesar da R. Germano de; SILVA, Layon Lopes da; PACHECO, Leonardo Serra de Almeida; MORELI, Luiz Fernando Villa; GARRIDO, Luiz Gustavo; FLACH, Pedro. Direito das startups. 1ª ed. Curitiba, PR: Juruá, 2016.

EIZIRIK, NELSON. A Lei das S.A. Comentada, 1ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011. 1 v.

FARACO, Alexandre Ditzel. Sociedades não personificadas. In: OKSANDRO, Gonçalves; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. (Coord.). Revista de direito empresarial. Curitiba: Juruá, 2005, p. 23 a 41.

FORGIONI, Paula A. Intepretação dos negócios empresariais. In: PEREIRA, Guilherme Teixeira (Coord.). Direito societário e empresarial – reflexões jurídicas. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 191-247.

GAGGINI, Fernando Schwarz. A responsabilidade dos sócios nas sociedades empresarias. São Paulo: Leud, 2013.

GAINO, Itamar. Responsabilidade dos sócios na sociedade limitada. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

HARRISON, R; MASON, C; ROBSON, P. Determinants of Long-Distance Investing by Business Angels in the UK. Entrepreneurship and Regional Development. 22, 2, 113-137, Mar. 2010.

IBRAHIM, Darian M., The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors. Vanderbilt Law Review 1405-1452 (2008).

KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P. Venture capitalists as principals: contracting, screening, and monitoring. American Economic Review, Cambridge, v. 8202, n. 91, p. 426-430, Apr. 2001.

MACHADO, Fábio Gimenez. Investidor Anjo – Uma análise dos critérios de decisão de investimento em startups. Dissertação (Mestrado em Ciências) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

MAGALHÃES, Giovani. O princípio da tipicidade societária: bases iniciais do planejamento societário. In: Revista de direito empresarial. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, maio 2014.

McKASKILL, Tom. An Introduction to Angel Investing: A guide to investing in early stage entrepreneurial ventures. Melbourne: Breakthrough Publications, 2009.

MORAES, Eduardo Peixoto Menna Barreto de. Sociedade em Conta de Participação: Riscos de Descaracterização do Tipo Societário e suas Consequências. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2015.

NERY JUNIOR, Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade. Responsabilidade civil: doutrinas essenciais. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010., 2010.

PEREIRA, Caio Mario da Silva; TEPEDINO, Gustavo. Responsabilidade civil. Rio de Janeiro: GZ, 2012.

RAMADANI, V. Business angels: who they really are. Strategic Change, Malden, v. 18, n. 7/8, p. 249-258, Nov. 2009.

RAYMUND O, G. V.; RAYMUNDO, G. V. Responsabilidade dos sócios e administradores das sociedades empresárias nas relações trabalhistas e o instituto da penhora online. Revista Intersaberes, Curitiba, v. 3, n. 6, p. 249-275, 2012.

WALD, Arnaldo (Org.). Doutrinas essenciais: direito empresarial: direito societário. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

SOUSA, Sueli Baptista. Responsabilidade dos sócios na sociedade limitada: aspectos legais e constitucionais. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge. Responsabilidade dos sócios: a crise da limitação e a teoria da desconsideração da personalidade jurídica. Belo Horizonte: Del Rey, 2007.

WILTBANK, R. Investment Practices and Outcomes of Informal Venture Investors. Venture Capital. Vol. 7, 4ª Ed., p. 343-357, Out. 2005.

## 9. Sumário preliminar

### Introdução

1. Investimentos em *startups* na perspectiva do investidor anjo
  - 1.1 Contextualização do tema
  - 1.2 Principais objetivos e preocupações
2. Estruturas jurídico-contratuais para investimento em *startups*
  - 2.1 Mútuo conversível em participação societária
  - 2.2 Contrato de participação
  - 2.3 Estruturas híbridas de investimento (com direitos de sócio)
3. Lições apreendidas sobre investimento em *startups*
  - 3.1 Princípio da tipicidade societária



