



Universidade de Brasília

Faculdade de Direito

Programa de Pós-Graduação em Direito

Mestrado Acadêmico

PEDRO PINTO COSTA BITTENCOURT BARBOSA

**DIREITO SOCIETÁRIO APLICADO AO FINANCIAMENTO DE
STARTUPS:**

análise da adequabilidade das leis societárias a partir da estrutura de incentivos
e dos contratos entre empreendedores e investidores

Brasília

2025



Universidade de Brasília

Faculdade de Direito

Programa de Pós-Graduação em Direito

Mestrado Acadêmico

**DIREITO SOCIETÁRIO APLICADO AO FINANCIAMENTO DE
STARTUPS:**

análise da adequabilidade das leis societárias a partir da estrutura de incentivos
e dos contratos entre empreendedores e investidores

Autor: Pedro Pinto Costa Bittencourt Barbosa

Orientador: Prof. Dr. Frederico Henrique Viegas de Lima

Dissertação apresentada como requisito parcial à
obtenção do grau de Mestre no Programa de Pós-
Graduação da Faculdade de Direito da
Universidade de Brasília.

Brasília, 29 de agosto de 2025.

FOLHA DE APROVAÇÃO

PEDRO PINTO COSTA BITTENCOURT BARBOSA

Direito Societário Aplicado ao Financiamento de Startups: análise da adequabilidade das leis societárias a partir da estrutura de incentivos e dos contratos entre empreendedores e investidores

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre, no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília, linha de pesquisa de *Transformações da Ordem Social e Econômica e Regulação*, sublinha de *Transformações no Direito Privado, Empresa, Mercado e Concorrência*.

Aprovada em: 29 de agosto de 2025.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Frederico Henrique Viegas de Lima
(Orientador – Presidente)

Prof. Dr. Angelo Gamba Prata de Carvalho
(Membro)

Prof. Dr. Henrique Haruki Arake Cavalcante
(Membro)

Profª. Dra. Daniela Marques de Moraes
(Suplente)

AGRADECIMENTOS

A minha companheira amada, Maria Clara Vilasboas, que esteve comigo durante toda essa jornada e outras que vieram antes. Enquanto vencíamos as etapas do mestrado, mudamos de casa duas vezes e, cada um, de emprego uma vez, entre outros desafios. Juntos suamos, sorrimos, choramos e comemoraremos muito esta conquista. Você trouxe racionalidade nos momentos de dúvida, companhia na reclusão e empatia na dificuldade. Te amo muito!

Aos meus avôs Vani e Ig e às minhas avós Zeth e Josy, por terem trilhado caminhos infinitamente mais difíceis que o meu, sempre colocando os filhos e os netos em primeiro lugar. Os sonhos que meus pais realizaram e seguem realizando e as muitas oportunidades e privilégios que tenho hoje se devem aos inúmeros sacrifícios que vocês fizeram.

Aos meus pais André e Maria José, pela educação tão valiosa que me deram. Desejo que eu consiga passar adiante, para meus filhos, tanto quanto vocês me passaram. Vocês são tudo para mim e eu deveria dizer isso mais vezes.

Ao meu padrinho Dio e a minha madrinha Dida, pelo carinho e amor incomparáveis, por tantos anos. Obrigado por comemorarem cada vitória comigo. Amo muito vocês, apesar de ser um afilhado um tanto quanto sumido às vezes.

Um abraço carinhoso para os queridos amigos Leonardo Muniz, Fernanda Marcondes e Kim Albuquerque, que me acolheram tão bem e tão rápido. Encontrar-lhes foi uma benção. Torço muito pelo crescimento de cada um de vocês e que estejamos sempre juntos.

Aos meus amigos da advocacia, Lucas Lacerda Esteves, Fabio Mattos Leal Dias, Priscila Maria Menezes de Araújo, Pedro Henrique Ferreira Silva e Ana Cristina Lemos Ferrer, cujo apoio e compreensão foram fundamentais para que eu me dedicasse a esse projeto. A empatia de vocês não será esquecida.

Aos queridos “Furões da FD”, Gui, Bin, Est, Cris, Macs, Fefs, MV e Ju. Nossas vitórias coletivas e individuais continuam servindo como combustível para que eu corra atrás dos meus sonhos.

Um agradecimento especial ao meu orientador Prof. Frederico Viegas, pela parceria e compreensão ao longo da dura jornada que se encerra.

Por fim, um agradecimento sincero a todos os servidores da Universidade de Brasília, cujo trabalho foi essencial para que eu pudesse desfrutar o melhor da universidade.

Da última vez que escrevi agradecimentos, disse “Até logo, UnB!”. E deu certo! Então tentarei novamente: Até logo, UnB!

FICHA CATALOGRÁFICA

Pd PINTO COSTA BITTENCOURT BARBOSA, PEDRO
DIREITO SOCIETÁRIO APLICADO AO FINANCIAMENTO DE STARTUPS:
análise da adequabilidade das leis societárias a partir da
estrutura de incentivos e dos contratos entre empreendedores
e investidores / PEDRO PINTO COSTA BITTENCOURT BARBOSA;
orientador Frederico Henrique Viegas de Lima . Brasília,
2025.
152 p.

Dissertação (Mestrado em Direito) Universidade de
Brasília, 2025.

1. venture capital. 2. startups. 3. Direito Societário.
4. autonomia privada. 5. governança corporativa. I. Viegas
de Lima , Frederico Henrique , orient. II. Título.

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

BARBOSA, Pedro P. C. B. (2025). Direito Societário Aplicado ao Financiamento de Startups: análise da adequabilidade das leis societárias a partir da estrutura de incentivos e dos contratos entre empreendedores e investidores. Dissertação de Mestrado em Direito, Faculdade de Direito, Universidade de Brasília (UnB), Brasília, DF, 152f.

RESUMO

A dissertação investiga em que medida o ambiente de negócios e o ordenamento jurídico brasileiros oferecem condições adequadas para o financiamento de startups por fundos de *venture capital*, com foco no Direito Societário e no comportamento dos agentes econômicos.

Realizou-se revisão de literatura nacional e internacional sobre o financiamento e a governança corporativa de startups, bem como uma análise comparativa entre aspectos e dados quantitativos e qualitativos da indústria de *venture capital* no Brasil e EUA.

O trabalho reconstrói os pressupostos do mercado de *venture capital*: o alto grau de risco e a iliquidez do investimento contra expectativas de altos ganhos financeiros; a estrutura de incentivos dos empreendedores, gestores de fundos e cotistas; e o financiamento faseado em rodadas e estágios, baseado no cumprimento de metas pela startup investida.

Na análise comparada de tipos societários, conclui-se que, no Brasil, a sociedade anônima é, em regra, a forma que melhor acomoda as exigências de governança corporativa para o capital de risco, em paralelo com o regime das *Corporations* estadunidenses. O mútuo conversível em participação societária desponta como o instrumento contratual mais adequado dentre as opções dos agentes brasileiros, contudo, apresenta suas próprias limitações, como a tendência a sujeitar as partes a negociações extensas, com altos custos de transação, pela ausência de um modelo contratual renomado e largamente difundido entre os agentes, como é o caso do Simple Agreement for Future Equity (SAFE), dos EUA.

O trabalho examina a difusão de estruturas offshore entre startups brasileiras avaliadas em mais de 1 bilhão de dólares estadunidenses (os “unicórnios”) e os possíveis custos sistêmicos para o ecossistema brasileiro pela utilização em larga escala desse modelo.

Como agenda normativa, propõe-se um Direito Societário aplicado ao financiamento de startups que fixe parâmetros gerais capazes de reduzir custos de transação, mas preserve a ampla autonomia privada das partes para desenho de soluções contratuais e de governança corporativa personalizadas, e coíba o exercício abusivo de direitos.

Palavras-chave: *venture capital*; startups; Direito Societário; autonomia privada, governança corporativa; Marco Legal das Startups; Brasil, Delaware; offshore; Fundos de Investimento em Participações.

ABSTRACT

The dissertation investigates the extent to which the Brazilian business environment and legal system offer adequate conditions for startup financing by venture capital funds, focusing on corporate law and the behavior of economic agents.

A review of national and international literature on the financing and corporate governance of startups was conducted, as well as a comparative analysis of quantitative and qualitative aspects and data from the venture capital industry in Brazil and the US.

The work reconstructs the assumptions of the venture capital market: the high degree of risk and illiquidity of the investment against expectations of high financial gains; the incentive structure of entrepreneurs, fund managers and investors; and staged financing based on the achievement of goals and metrics by the startup.

In the comparative analysis of corporate forms, we conclude that, in Brazil, the “Sociedade Anônima” is, by default, the form that best accommodates venture capital corporate governance requirements, similarly to the US Corporations regime.

The “Mútuo Conversível” is emerging as the most suitable contractual instrument among the options available to Brazilian agents, however, it has its own limitations, such as the tendency to subject the parties to lengthy negotiations, with high transaction costs, due to the absence of a renowned and widely used contractual model among agents, such as the Simple Agreement for Future Equity (SAFE) in the US.

This paper examines the spread of offshore structures among Brazilian startups valued at over US\$1 billion (the “unicorns”) and the possible systemic costs to the Brazilian ecosystem with the large-scale use of this model.

As a regulatory agenda, we propose a Startup Corporate Law that sets a general framework for reducing transaction costs, but preserves the agents’ freedom to develop private ordering solutions to contracts and corporate governance solutions, and curbs the abusive exercise of rights.

Keywords: venture capital; startups; corporate law; private ordering; corporate governance; Brazil; Delaware; offshore; Venture Capital and Private Equity Funds.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Distribuição de retornos de fundos de venture capital (Correlation Ventures)	24
Figura 2 – Diferentes fontes de recursos financeiros para as startups	26
Figura 3 – Estágios do financiamento de startups	30
Figura 4 – Processo de financiamento das startups da perspectiva dos fundos de investimento	34
Figura 5 – Possível estrutura de investimentos em venture capital	36
Figura 6 – Objetivos alcançáveis apenas mediante a execução da estratégia de desinvestimento do fundo na startup.....	41
Figura 7 - Espectro de contrapartidas e direitos negociados entre empreendedores e investidores	46
Figura 8 – Eventos de desinvestimento em empresas brasileiras financiadas com recursos de venture capital entre 2011 e 2019	105
Figura 9 – Número de IPOs por startups financiadas por VC nos EUA, por ano, de 2004 a 2024	109
Figura 10 – Número de saídas por venda estratégica de startups financiadas por VC nos EUA, por ano, de 2004 a 2024.....	109
Figura 11 – Número de saídas por estratégia no mercado de VC brasileiro.....	110
Figura 12 – Número de saídas e valores transacionados por startups financiadas por VC nos EUA	111
Figura 13 – Número de saídas e valores transacionados por startups financiadas por VC na Europa.....	112
Figura 14 – Número de saídas e valores transacionados por startups financiadas por VC na Ásia	112
Figura 15 – Modelo de Estruturação Offshore via “Cayman Sandwich”	121
Figura 16 – Ciclo de custos institucionais para o ecossistema de startups brasileiro causados pela utilização de estruturas offshore.....	126

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Preocupações dos agentes, soluções contratuais e determinantes de Direito Societário, em três fases distintas.....	136
---	-----

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ABVCAP – Associação Brasileira de Venture Capital

C-Corp – Corporation

CNPJ – Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica

CVC – Corporate Venture Capital

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DGCL – Delaware General Corporation Law

DLLCA – Delaware Limited Liability Company Act

DREI – Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração

FFF – Family, Friends and Fools

FIP – Fundo de Investimento em Participações

FMIEE – Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes

GP – General Partner

INPI – Instituto Nacional de Propriedade Industrial

IPO – Initial Public Offering (Oferta Pública Inicial)

KISS – Keep It Simple Security

LAVCA – Latin American Venture Capital Association

LLC – Limited Liability Company

LP – Limited Partner

LTDA – Sociedade Limitada, regida pelo Código Civil, Lei nº 10.406/2002.

MLSEI – Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador

NVCA – National Venture Capital Association

PE – Private Equity

PME(s) – Pequena(s) e Média(s) Empresa(s)

S.A. – Sociedade Anônima ou Sociedade por Ações, regida pela Lei nº 6.404/1976.

SAFEs – Simple Agreement for Future Equity

VC – Venture Capital

VC/PE – Venture Capital e Private Equity

LISTA DE APÊNDICES

APÊNDICE A - TABELA DE STARTUPS UNICÓRNIO BRASILEIRAS ATÉ AGOSTO DE 2025 E ORIGEM DOS SEUS SÓCIOS.....	150
---	------------

SUMÁRIO

RESUMO	5
ABSTRACT	6
LISTA DE FIGURAS	7
LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS	9
INTRODUÇÃO	13
1. PRESSUPOSTOS DO FINANCIAMENTO DE STARTUPS POR FUNDOS DE VENTURE CAPITAL E OS INCENTIVOS POSTOS AOS AGENTES ECONÔMICOS PARTICIPANTES DESSE MERCADO	16
1.1. Startups: características definidoras e conceituações acadêmica, mercadológica e jurídica	16
1.2. Aspectos gerais e os estágios do processo de financiamento de startups	22
1.3. Características definidoras e análise da estrutura de incentivos aos gestores e cotistas dos fundos de <i>venture capital</i>	32
1.4. Aspectos gerais sobre o contrato de investimento e a governança corporativa em startups financiadas por <i>venture capital</i>	42
2. ANÁLISE COMPARATIVA DOS TIPOS SOCIETÁRIOS E CONTRATOS PRATICADOS PELOS AGENTES ECONÔMICOS DO MERCADO DE FINANCIAMENTO DE STARTUPS BRASILEIRO E ESTADUNIDENSE	50
2.1. Aspectos gerais sobre o Direito Societário de Delaware-EUA e fatores históricos que explicam prevalência no contexto estadunidense	51
2.2. Um contraponto: posicionamentos minoritários contra a suposta superioridade do Direito Societário de Delaware	55
2.3. Os tipos societários no Brasil e nos EUA e sua aplicabilidade ao financiamento de startups	59
2.4. Os principais instrumentos contratuais e societários para o financiamento de startups no Brasil e nos EUA	70
2.4.1. Subscrição e integralização de participações societárias pelo aporte ou adiantamento de capital	71
2.4.2. Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária	74
2.4.3. Contrato de opção de compra ou de subscrição de participação societária	76
2.4.4. Debêntures conversíveis em Participação Societária	80
2.4.5. Sociedade em Conta de Participação	84

2.4.6. Contrato de investimento-anjo	87
2.4.7. Financiamento coletivo por oferta pública de valores mobiliários: “crowdfunding de investimentos”	89
2.4.8. Os instrumentos contratuais utilizados nos EUA: Simple Agreement for Future Equity – SAFE, Keep it Simple Security – KISS e Convertible Notes	93
2.4.9. Novos modelos de contrato para captação de recursos para startups concebidas pelos agentes do mercado de VC brasileiro ou por propostas legislativas	97
2.4.9.1.Mútuo para Investimento Simplificado com Termos Otimizados (MISTO), elaborado pela Latitud Ventures	98
2.4.9.2.Contrato de Investimento Conversível em Capital Social – Projeto de Lei Complementar nº 252/2023	99
2.5. Conclusão sobre os tipos societários e instrumentos contratuais brasileiros disponíveis aos investidores e empreendedores	100
3. TERRA ÁRIDA PARA FRUTOS PROMISSORES: O AMBIENTE DE NEGÓCIOS E O ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO NO CONTEXTO DO FINANCIAMENTO DE STARTUPS	101
3.1. Da inviabilidade da saída de investidores via abertura de capital na bolsa de valores brasileira	101
3.2. Da maior aversão de investidores brasileiros ao risco no financiamento de startups e dos fatores que elevam o risco do investimento no Brasil	114
3.3. Da falta de especialização dos tribunais brasileiros e ausência de jurisprudência sobre assuntos relevantes para o mercado das startups	117
3.4. A utilização de estruturas offshore para evitar ou reduzir os riscos do investimento em startups brasileiras	119
3.5. Os recentes esforços para aprimoramento do ambiente de negócios e ordenamento jurídico brasileiro para o empreendedorismo e o financiamento de startups	129
3.6. Em busca de um Direito Societário das Startups ideal	133
CONSIDERAÇÕES FINAIS	140
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	144
APÊNDICE A – TABELA DE STARTUPS UNICÓRNIOS BRASILEIRAS ATÉ AGOSTO DE 2025 E ORIGEM DOS SEUS SÓCIOS	150

INTRODUÇÃO

Venture capital (ou “capital de risco”, como referenciado por alguns autores brasileiros) pode ser definida como uma classe de investimentos própria, caracterizada pela aquisição temporária de participação societária em empresas nascentes e emergentes com alto potencial de crescimento, na expectativa de fartos retornos financeiros quando da alienação dos ativos a outros investidores no mercado de capitais privado ou na bolsa de valores.

Essa modalidade de investimentos surgiu nos Estados Unidos ainda nos anos de 1940 e se tornou cada vez mais complexa e robusta, sendo possível falar, hoje, na existência de um mercado de *venture capital*, do qual participam agentes econômicos diversos, quais sejam: (i) empreendedores em busca de investimentos para alavancar o crescimento de suas empresas nascentes (as startups); (ii) pessoas e organizações especializadas na gestão de fundos de investimento que elegem quais startups receberão os recursos do fundo (ou apenas “os gestores dos fundos”); (iii) investidores passivos (ou “os cotistas dos fundos”), que confiam grandes quantias monetárias aos cuidados do gestores dos fundos; e (iv) outros profissionais que prestam serviços para os agentes inseridos na relação de financiamento.

Desde sua consolidação nos Estados Unidos, o *venture capital* enquanto modalidade de investimentos especializou-se em empresas nascentes de base tecnológica com alto potencial de crescimento e que se propõem a sanar de forma incremental ou disruptiva uma demanda de um mercado específico. Algumas das empresas de maior valor de mercado a nível global são startups, como a Alphabet (controladora da Google), a Meta, a Apple, a Amazon, que hoje até mesmo adquirem corriqueiramente outras startups à sua estrutura, organizando-se como verdadeiros conglomerados empresariais

Hoje essas empresas são chamadas de startups, termo há muito empregado pelos agentes inseridos nesse mercado e recentemente amplamente divulgado e positivado em nosso ordenamento jurídico em função de alterações legislativas recentes.

Os empreendedores que almejem receber recursos de fundos de *venture capital*, por sua vez, deverão se submeter a rigorosos processos de filtragem, validação de produto ou serviço, auditoria fiscal e contábil, auditoria legal, ao final dos quais algumas ideias consideradas inovadoras são selecionadas. Após a seleção, a startup passará a receber aportes financeiros periódicos, oferecendo aos seus investidores, como contrapartida, ações, quotas sociais da empresa ou outros títulos conversíveis em participação societária. O processo de financiamento é dividido em diferentes estágios e se encerra em torno de 10 anos.

Uma vez atingido o estágio maduro, não sendo mais necessário o aporte de recursos ou assessoramento oferecido pelos investidores, a startup chega ao momento final do seu processo de financiamento: a saída dos investidores, e reformulação da estrutura de governança corporativa da sociedade, também convencionalmente chamada de “exit”. A saída bem-sucedida geralmente se dá por duas vias distintas: (i) a venda da startup a outra empresa ou (ii) a abertura de seu capital na bolsa de valores. Em ambos os casos, os investidores poderão alienar sua participação societária na empresa em troca dos ganhos almejados.

Verifica-se, portanto, que são diversos os produtos do processo de financiamento de startups com recursos de *venture capital*. Ao longo do processo, gera-se valor de diversas formas. De um lado, o financiamento de empresas nascentes com alto potencial de crescimento permite a gênese de *inovação*, caracterizada pela entrada de novos produtos, serviços e modelos de negócios em diversos mercados.

A inserção de produtos e serviços inovadores no mercado, sejam esses de natureza incremental ou disruptiva, por sua própria natureza, que se volta para a resolução de um problema da sociedade, pode resultar na geração de *bem-estar social* aos consumidores, mediante a diminuição de preços, a melhoria dos produtos e serviços em geral, efeitos de rede, dentre outras consequências. O financiamento de startups com recursos de *venture capital* consiste, ainda, em opção de investimentos para investidores qualificados que buscam a diversificação de seus ativos. A existência e o funcionamento confiável desse ecossistema e mercado permitem a circulação e distribuição de riquezas.

Partindo-se da premissa de que a adequada tutela da inovação deve ser contemplada na formulação de políticas públicas, interessa saber se o ambiente de negócios e o ordenamento jurídico brasileiros apresentam condições mínimas de fomento ao empreendedorismo, com foco no financiamento das startups e desenho de regras de governança corporativa adequadas para sociedades dessa categoria.

Conforme revelado por diversos estudos citados ao longo do trabalho, os agentes econômicos diversos (empreendedores, investidores, gestoras de fundos de investimento, entre outros) têm a percepção de que o ordenamento jurídico brasileiro não dispõe das condições necessárias para fomentar o mercado de *venture capital*, ou mesmo desfrutar de todo o seu potencial. Dentre as reclamações apresentadas, podemos citar um cenário macroeconômico desfavorável a investimentos de alto risco, a rigidez de regras societárias, os custos impostos, a insegurança jurídica decorrente de uma falta de expertise dos tribunais para a solução de conflitos societários e/ou decorrentes de contratos empresariais.

Não à toa, empreendedores e investidores têm buscado alternativas ao ambiente regulatório-institucional brasileiro, como, por exemplo, a formação de arranjos societários sediados nos Estados Unidos da América (EUA) ou em ditos “paraísos fiscais”, como as Ilhas Caimã e as Ilhas Virgens Britânicas. Isso supostamente ocorre porque nessas jurisdições os investidores poderem desfrutar de isenções fiscais e de menor rigorosidade das leis que dizem respeito à governança corporativa das sociedades empresárias, em oposição ao Direito Civil e ao Direito Societário brasileiros ou mesmo às normativas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), responsável pela regulação dos Fundos de Investimento em Participações-FIP, o principal veículo de investimentos utilizado no mercado de *venture capital* brasileiro.

Portanto, importa investigar se as percepções dos agentes estão relacionadas a elementos concretos do nosso ordenamento jurídico, sobretudo o Direito Societário, e quais deficiências e oportunidades de melhoria se apresentam.

Para tal construção, realizamos revisão de literatura nacional e internacional sobre o financiamento e a governança corporativa das startups, a fim de identificar as premissas do mercado estudado, a estrutura de incentivos aos agentes econômicos que se relacionam no mercado de *venture capital* e como esses instrumentalizam suas relações por meio da escolha de contratos típicos e atípicos e tipos societários e barganhas por vantagens econômicas e direitos políticos decorrentes da relação societária.

Além disso, analisamos dados das indústrias de *venture capital* brasileira e estadunidense, como o número de transações — divididas em vendas estratégicas e ofertas públicas iniciais de ações (IPOs) — e valores transacionados; a quantidade de empresas formalmente constituídas em cada jurisdição; os dados quantitativos dos mercados de valores mobiliários de cada jurisdição; entre outros.

No Capítulo 1, tratamos dos pressupostos do financiamento de startups por fundos de *venture capital* e a estrutura de incentivos que rege o comportamento de empreendedores e investidores. Observamos que há uma certa uniformidade, em nível global, no comportamento dos agentes. Isto é, os empreendedores e investidores sofrem dos mesmos desafios na contratação de investimentos para startups, como a assimetria informacional, o risco de perda total dos aportes financeiros, entre outras condições.

No Capítulo 2, analisamos os aspectos dos tipos societários e contratos praticados pelos agentes econômicos nos EUA e no Brasil, com comentários sobre a adequação de cada regime e contrato às premissas do financiamento de startups. Além disso, visitamos alguns aspectos das leis societárias de Delaware-EUA, largamente reconhecidas como as ideais ou mais adequadas para o regramento do financiamento de startups.

No capítulo 3, observamos os fatores que podem desestimular o financiamento de startups brasileiras e os recentes avanços normativos que o ordenamento jurídico brasileiro vivenciou e quais as oportunidades de melhoria para o futuro.

Com esta pesquisa, buscamos contribuir com a compreensão do conceito de startup e do processo de financiamento desse tipo de empresa, as premissas do mercado de *venture capital* e como os agentes se relacionam, com a expectativa de que sejam formuladas políticas públicas cada vez mais adequadas ao financiamento de startups, considerando o potencial de geração de riqueza dessa indústria.

1. PRESSUPOSTOS DO FINANCIAMENTO DE STARTUPS POR FUNDOS DE VENTURE CAPITAL E OS INCENTIVOS POSTOS AOS AGENTES ECONÔMICOS PARTICIPANTES DESSE MERCADO

Para investigar se o ambiente de negócios e ordenamento jurídico brasileiros são favoráveis ao financiamento de startups, é necessário, primeiro, delimitar o que se entende por startup e mercado de *venture capital*. Também é fundamental compreender quais são os agentes econômicos realizando transações entre si nesse mercado, os objetivos e incentivos postos a cada um desses agentes e quais os custos de tais transações que realizam. É o que se pretende fazer neste capítulo.

1.1. Startups: características definidoras e conceituações acadêmica, mercadológica e jurídica

Eric Ries foi um dos grandes contribuintes para a disseminação do termo startup em tempos recentes, por meio do seu livro “A Startup Enxuta” (originalmente, “The Lean Startup”), traduzido para mais de 130 idiomas e tendo mais de 1 milhão de cópias vendidas ao redor do mundo. O autor a define como “uma instituição humana projetada para criar novos produtos ou serviços sob condições de extrema incerteza”. Destaque-se, da definição do autor, duas características marcantes da startup: a inovação e a incerteza¹.

Em sua tese de doutorado, SILVA (2019) divide as startups em duas categorias: (i) as empresas de base tecnológica (EBTs), caracterizadas pelo desenvolvimento de tecnologia de ponta ou à descoberta de inovações científicas; e (ii) as empresas exponenciais de oportunidade

¹ RIES, E. *A startup enxuta: como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas*. São Paulo: Lua de Papel, 2012.

(EEOs), cujo sucesso comercial e crescimento se dá pela exploração de falhas de mercado ou de segmentos pouco explorados². A título de exemplo, a empresa norte-americana Boston Dynamics, que desenvolve robôs avançados para aplicações industriais e militares, exemplifica uma startup de base tecnológica, pois sua inovação está fundamentada na engenharia robótica e na inteligência artificial. Já a brasileira Loggi, cuja principal funcionalidade é conectar empresas e consumidores a uma rede de entregadores autônomos, com otimização logística baseada em algoritmos, representa uma startup exponencial de oportunidade, sem desconsiderar, é claro, que também emprega tecnologia em suas atividades.

Outras características marcantes da startup são a escalabilidade e a repetibilidade da inovação ou modelo de negócios desenvolvidos³. A escalabilidade refere-se à capacidade do negócio de expandir suas operações com custos desproporcionais ao crescimento, ou seja, permitindo que a empresa aumente sua receita ou clientela de forma exponencial sem a necessidade de um incremento significativo de despesas operacionais. Esse conceito está diretamente ligado à economia de escala, que ocorre quando a produção de bens ou serviços em larga escala reduz o custo unitário, tornando o crescimento mais eficiente e sustentável. Negócios escaláveis, portanto, são aqueles capazes de atender a um número cada vez maior de consumidores sem que isso comprometa sua estrutura financeira ou requeira uma transformação profunda do modelo de negócios. Já a repetibilidade diz respeito à possibilidade de reproduzir o modelo de negócios em diferentes mercados e contextos sem a necessidade de adaptações significativas. Em outras palavras, um produto ou serviço repetível pode ser vendido ou utilizado por um grande número de clientes sem que seja necessária a customização para atender demandas específicas. Essa característica permite que startups consigam expandir-se de maneira acelerada, uma vez que o mesmo produto ou serviço pode ser ofertado para milhares ou até milhões de consumidores de forma padronizada, maximizando a eficiência operacional.

Pereira (2022)⁴ reconhece as startups como empresas que, embora estejam em fase inicial, compartilham características estruturais e estratégicas de grandes corporações, sobretudo no que diz respeito a modelos de negócios ambiciosos, necessidades financeiras substanciais e estruturas de governança sofisticadas. Essa abordagem diferencia as startups de

² SILVA, Alexandre Pacheco da. **Venture capital à brasileira: adaptações e limitações ao financiamento de startups**. Tese de Doutorado, Universidade Estadual de Campinas – Unicamp 2019.

³ FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. p. 34-35.

⁴ PEREIRA, Alvaro. **Designing Startup Corporate Law: A Minimum Viable Product**. Review of Banking and Financial Law, v. 40, n. 1, 2022.

pequenas e médias empresas (“PMEs”) tradicionais, cujo crescimento (quando houver) se dá de maneira orgânica e são financiadas majoritariamente por suas próprias receitas, crédito bancário ou aportes de novo capital feitos pelos sócios. Assim, ao contrário das PMEs, cujo objetivo principal é a sustentabilidade financeira a longo prazo, as startups são estruturadas para atrair capital de risco e alcançar metas de crescimento.

Uma empresa não necessariamente ostentará as características de startup para sempre, ainda que mantenha a inovação como um de seus valores ou objetivos. À medida que a empresa se consolida, algumas das características fundamentais de uma startup deixam de estar presentes. Conforme a empresa passa a operar com olhos voltados para a perenidade e a saúde financeira, fazem-se cada vez menos presentes o alto grau de incerteza quanto à viabilidade do negócio e a dependência de financiamento externo para expansão para novos mercados ou desenvolvimento dos produtos e serviços vendidos.

A título de exemplo, o Google, a Meta e Apple surgiram como startups tradicionais impulsionadas por *venture capital*. Com o tempo, essas empresas cresceram exponencialmente, conquistaram posições dominantes em seus mercados, passaram a negociar suas ações em bolsas de valores e alcançaram resultados financeiros robustos. Hoje, posicionam-se como conglomerados de negócios dos mais diversos segmentos. Na verdade, ambas as corporações são conhecidas por terem incorporado diversas startups ao longo dos últimos anos como estratégia de crescimento e consolidação nos mercados em que atuam. A Alphabet, grupo controlador da Google, adquiriu 260 outros negócios de 2001 até o momento de escrita deste trabalho⁵; a Meta⁶, 101; e a Apple⁷, 130.

O estado de startup é transitório, comparável ao estágio de metamorfose de uma lagarta dentro de um casulo (POLLMAN, 2019)⁸. O encerramento desse ciclo muitas vezes se dá por um evento de liquidez, como eventos de reorganização societária (fusões, cisões e incorporações) ou a abertura de capital na bolsa de valores (IPO), momentos em que maioria dos investidores realiza uma alienação significativa de suas participações.

⁵ **List of mergers and acquisitions by Alphabet**, disponível em:

https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_mergers_and_acquisitions_by_Alphabet. Último acesso em 06/02/2025.

⁶ **List of mergers by Meta Platforms**, disponível em:

https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_mergers_and_acquisitions_by_Meta_Platforms. Último acesso em 06/02/2025.

⁷ **List of mergers by Apple**, disponível em:

https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_mergers_and_acquisitions_by_Apple. Último acesso em 06/02/2025.

⁸ POLLMAN, Elizabeth, **Startup Governance**. University of Pennsylvania Law Review, Vol. 168, p. 155, 2019., U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 20-06, 2019. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3352203>. Último acesso em fev. 2025.

Portanto, para os fins deste trabalho, consideraremos startup a empresa com (1) foco no desenvolvimento de inovações de caráter incremental ou disruptivo, (2) cujo modelo de negócios é escalável e/ou repetível, (3) que possui grande potencial de crescimento e (4) necessita de financiamento externo para desenvolver e expandir suas atividades. Além disso, acrescentamos duas características que nem sempre são mencionadas na literatura sobre o tema: (5) a startup deve ter como um de seus objetivos proporcionar um evento de saída (ou de liquidez) para seus investidores, de modo que (6) o estado de startup é transitório.

A positivação do termo “startup” em nosso ordenamento jurídico se deu com a Lei Complementar nº 167 de 2019, que instituiu o Inova Simples, regime simplificado de abertura e encerramento de empresas “de caráter inovador”. A referida lei acrescentou o artigo 65-A ao Estatuto das Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (LC nº 123 de 2006), que oferecia a seguinte definição para as startups em sua redação original:

Art. 65-A. (...)

§ 1º Para os fins desta Lei Complementar, considera-se startup a empresa de caráter inovador que visa a aperfeiçoar sistemas, métodos ou modelos de negócio, de produção, de serviços ou de produtos, os quais, quando já existentes, caracterizam startups de natureza incremental, ou, quando relacionados à criação de algo totalmente novo, caracterizam startups de natureza disruptiva.

§ 2º As startups caracterizam-se por desenvolver suas inovações em condições de incerteza que requerem experimentos e validações constantes, inclusive mediante comercialização experimental provisória, antes de procederem à comercialização plena e à obtenção de receita.

A LC nº 167 de 2019 contemplou importante entendimento já pacificado pelo mercado e pela doutrina — que as startups podem produzir tanto inovações de caráter disruptivo (“a criação de algo totalmente novo”) quanto de caráter incremental (o aperfeiçoamento de produtos e serviços já existentes). Além disso, a lei demonstrou profundidade ao realçar que a startup opera sob condições de incerteza e que seus produtos e serviços necessitam de experimentação e validação. Por fim, a lei dá a oportunidade de empresas se autodeclararem⁹ “startups” no ato de constituição e registro nos sistemas da REDESIM¹⁰. Como consequência

⁹ Os requisitos para a autodeclaração se encontram no art. 65-A: “[...]§ 4º Os titulares de empresa submetida ao regime do Inova Simples preencherão cadastro básico com as seguintes informações: [...] II - descrição do escopo da intenção empresarial inovadora, que utilize modelos de negócios inovadores para a geração de produtos ou serviços, e definição do nome empresarial, que conterá a expressão ‘Inova Simples (I.S.)’ (Redação dada pela Lei Complementar nº 182, de 2021).

¹⁰ Conforme orientações do SEBRAE: “A Rede Nacional para a Simplificação do Registro e da Legalização de Empresas e Negócios, Redesim, é um sistema integrado que permite a abertura, fechamento, alteração e legalização de empresas em todas as Juntas Comerciais do Brasil, simplificando procedimentos e reduzindo a burocracia ao mínimo necessário.”. Disponível em: <https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/sebraeaz/a->

da autodeclaração, pode-se desfrutar de tratamento diferenciado nos ritos de abertura e fechamento da empresa, que serão cumpridos imediatamente¹¹, além de atendimento prioritário no registro de marcas e patentes perante o Instituto Nacional de Propriedade Industrial (INPI)¹², podendo ainda indicar como sede o mesmo endereço de “parques tecnológicos, instituições de ensino, empresas juniores, incubadoras, aceleradoras e espaços compartilhados de trabalho na forma de *coworking*” (Art. 65-A, §4º, IV).

O conceito de startup definido conforme os parágrafos primeiro e segundo do art. 65-A, acima citados, foi alterado com o advento do Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador (“MLSEI”). A nova lei definiu as startups como “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”. Foi mantido o regime de autodeclaração, a ser feita no ato constitutivo ou de alteração da sociedade. Contudo, foram estipulados critérios objetivos para o enquadramento de empresas enquanto startups, quais sejam: (i) receita bruta de até dezesseis milhões de reais no ano-calendário anterior; e (ii) até dez anos de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ).

A recepção desses critérios pelo mercado brasileiro foi mista, como apontado em matéria do jornal Pequenas Empresas & Grandes Negócios, em que representantes de organizações gestoras de fundos e estudiosos, ao serem entrevistados, externaram opiniões diversas quanto a essa opção feita pelo texto legal¹³.

Em nosso entendimento, é equivocada a tentativa de atrelar a caracterização como startup à receita bruta ou ao tempo de vida da empresa desde a sua inscrição perante a Receita Federal. Isso porque a startup pode conservar suas demais características (a inovação, a escalabilidade e a repetibilidade, a necessidade de financiamento externo, entre outras) independentemente desses outros critérios. A receita bruta anual da startup poder superar o teto de R\$ 16 milhões em uma fase de testes do produto ou serviço desenvolvido. E, quanto ao

redesimples-simplifica-procedimentos-burocraticos-de-empresas,d37d9993215fe410VgnVCM1000004c00210aRCRD. Último acesso em 15/02/2025.

¹¹ Art. 65-A [...] § 5º Realizado o correto preenchimento das informações, será gerado automaticamente número de CNPJ específico, em nome da denominação da empresa Inova Simples, em código próprio Inova Simples. [...] § 11. Na eventualidade de não lograr êxito no desenvolvimento do escopo pretendido, a baixa do CNPJ será automática, mediante procedimento de autodeclaração no portal da Redesim.

¹² Art. 65-A [...] § 8º O exame dos pedidos de patente ou de registro de marca, nos termos deste artigo, que tenham sido depositados por empresas participantes do Inova Simples será realizado em caráter prioritário.

¹³ Revista Pequenas Empresas & Grandes Negócios. **O que realmente muda com o novo Marco Legal das Startups**. Disponível em: <https://revistapegn.globo.com/Startups/noticia/2020/12/o-que-realmente-muda-com-o-novo-marco-legal-das-startups.html>. Último acesso em abril de 2025.

prazo de 10 anos, apesar da transitoriedade da condição de startup, não nos parece correta a definição de um prazo pré-determinado para a descaracterização de uma empresa como startup.

Sabe-se que é comum a fixação de critérios objetivos para enquadrar ou desenquadrar determinada empresa de regime especial de tributação, de modo a evitar o oportunismo e permitir com que determinada política pública de incentivos fiscais beneficie as entidades certas. No entanto, essa delimitação objetiva não seria necessária no contexto do MLSEI, que não instituiu qualquer regra fiscal diferenciada para as startups. A propósito, essa é uma das principais críticas pela literatura dedicada ao tema. O único artigo do MLSEI que tratava de regras fiscais diferenciadas para o financiamento de startups dizia respeito a uma isenção a investidores, na tributação do imposto de renda sobre ganho de capital na alienação de participação societária, em compensação por prejuízos apurados em outros investimentos, mas essa previsão foi retirada durante a tramitação do projeto de lei nas casas do Legislativo (MACIEL e outros, 2023)¹⁴.

Em conclusão, entende-se que os limites de faturamento e duração do negócio acolhidos pelo Legislador para enquadrar ou desenquadrar empresas como startups não são adequados, pois as principais premissas de uma empresa que se organiza como e é considerada startup podem estar presentes mesmo se superados esses limites.

Não obstante, o MLSEI é bem-vindo na medida em que reconhece a startup enquanto uma sociedade empresária que desenvolve suas atividades de maneira diferente de uma empresa tradicional e que se insere em um mercado regrado pelo capital de risco e, portanto, a startup interagirá com outros agentes desse mercado. Mais à frente neste trabalho exploraremos as demais inovações trazidas pelo MLSEI e que podem contribuir para o desenvolvimento mercado de VC no Brasil.

Ao longo deste estudo, utilizaremos os termos “empreendedores” ou “fundadores” em referência às pessoas naturais ou jurídicas (muito embora essas últimas sejam mais raras) responsáveis pela fundação da startup e seus primeiros passos de ideação e desenvolvimento de produtos e serviços. Utilizaremos “investidores” em alusão aos agentes externos à composição inicial da sociedade empresária e que passaram a integrar o quadro societário da startup ou que detêm direitos ou títulos conversíveis em quotas ou ações do capital social da startup. E o termo “startups” tanto no sentido de pessoa jurídica autônoma em relação a seus

¹⁴ MACIEL, Lucas Pires; CRUZ, Brendha Ariadne; MARQUES, Caroline Marocchi. **Da proposição de uma sistemática tributária própria para as startups após a ineficácia do marco legal das startups no que tange ao regramento tributário.** Revista dos Tribunais. vol. 1049. Ano 112. p. 299-316. São Paulo: Ed. RT, março 2023.

proprietários, centralizadora de direitos e obrigações, quanto no de atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens ou serviços (conforme definição de “empresa” para Fabio Ulhoa)¹⁵.

1.2. Aspectos gerais e os estágios do processo de financiamento de startups

O *venture capital* (ou “VC” ou “capital de risco”) pode ser compreendido como o investimento de alto risco realizado por fundos administrados por profissionais experientes e especializados, direcionado a empresas emergentes e startups com alto potencial de crescimento. O investimento ocorre em troca de participação societária em sua forma mais pura ou de instrumentos financeiros conversíveis em ações ou quotas da empresa investida (MEIRELLES, 2008)¹⁶.

Além disso, o *venture capital* também é entendido como uma classe de investimentos própria, caracterizada pela aquisição temporária de participação em empresas com o intuito de obter retornos expressivos no momento da alienação dos ativos para outros investidores, seja no mercado de capitais privado, seja em bolsas de valores (KUPOR, 2019)¹⁷.

O *venture capital* se distingue do *private equity* porque o último diz respeito a uma outra modalidade de investimentos caracterizada pela aquisição de participação societária em empresas de capital fechado perenes, com crescimento ou faturamento minimamente previsíveis, visando à obtenção de retorno financeiro de longo prazo. Assim como o *venture capital*, os investimentos de *private equity* têm como pressuposto a aquisição de participação societária em determinada empresa visando a um retorno sobre investimento. Contudo, o *private equity* compreende aportes em empresas mais amadurecidas, enquanto que o *venture capital* tem como foco as empresas em estágios iniciais e intermediários de desenvolvimento, nos quais ainda pode ser necessária a realização de experimentos de validação e aprimoramento do produto ou serviço ofertado e se espera maior grau de envolvimento dos investidores no processo. Além disso, nos investimentos de *private equity*, o investidor nem sempre tem a intenção clara de deixar o empreendimento após a valorização dos ativos investidos, como ocorre no *venture capital* (MEIRELLES, 2008).

¹⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de direito comercial: direito de empresa, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2019. ISBN: 9788553216574, 9786559919062. p. 19.

¹⁶ MEIRELLES, Jorge Luís Faria; PIMENTA JÚNIOR, Tabajara; REBELATTO, Daisy A. do Nascimento. **Venture Capital e Private Equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica.** Gestão e Produção. São Carlos, v. 15, n. 1, p. 11-21, jan.-abr. 2008

¹⁷ KUPOR, Scott. **Secrets of Sand Hill Road: Venture Capital and How to Get It.** Penguin Publishing Group. Edição do Kindle. ISBN: 9780593083598, 2019.

Para os fins deste trabalho, trataremos apenas dos investimentos na classe de *venture capital*, que forma um mercado composto por diversos agentes econômicos, incluindo (i) empreendedores que buscam recursos para impulsionar seus negócios; (ii) gestores especializados na administração de fundos de investimento em participações; e (iii) investidores passivos (cotistas dos fundos), que alocam capital nos fundos confiando nas decisões dos gestores.

Desde sua consolidação nos Estados Unidos, o mercado de *venture capital* se especializou no financiamento de startups de base tecnológica, que possuem grande potencial de crescimento, mas que enfrentam desafios significativos na captação de capital. KUPOR (2019) destaca que as startups geralmente (i) não apresentam previsão de lucros líquidos ou faturamento expressivo no curto e médio prazo e (ii) operam sob riscos elevados, pois o produto ou serviço que estão desenvolvendo pode não atingir a demanda de mercado esperada.

SILVA (2019) acrescenta que os investidores do segmento de *venture capital* se deparam com três desafios principais: (i) alto grau de incerteza quanto ao sucesso do produto ou serviço desenvolvido, (ii) grande assimetria informacional entre investidores e fundadores da empresa e (iii) baixa liquidez dos ativos adquiridos, que não podem ser alienados ou liquidados livremente no curto prazo.

Em contrapartida, para os gestores que acertam em suas apostas, os retornos são expressivos. Startups bem-sucedidas conseguem conquistar uma fatia significativa de mercados locais ou globais, resultando em uma valorização exponencial da empresa, refletida no valor de suas quotas sociais ou ações. O caso do WhatsApp exemplifica esse fenômeno. Em 2009, a Sequoia Capital investiu US\$ 60 milhões no aplicativo. Cinco anos depois, o WhatsApp foi adquirido pelo Facebook por US\$ 16 bilhões, gerando à Sequoia um retorno de US\$ 3 bilhões, equivalente a 50 vezes o valor investido (POLLMAN, 2019).

A Coinbase, plataforma de negociação de criptomoedas, recebeu um total de US\$ 474 milhões de dólares entre diversas rodadas de captação, de 2013 a 2021¹⁸. Na oferta pública inicial de ações (IPO) perante a bolsa de valores americana NASDAQ, em 2021, atingiu o valor de mercado de US\$ 86 bilhões. A firma gestora de fundos Anderseen Horowitz aportou um total de US\$ 112 milhões em momentos distintos, entre 2012 e 2019, chegando a titularizar

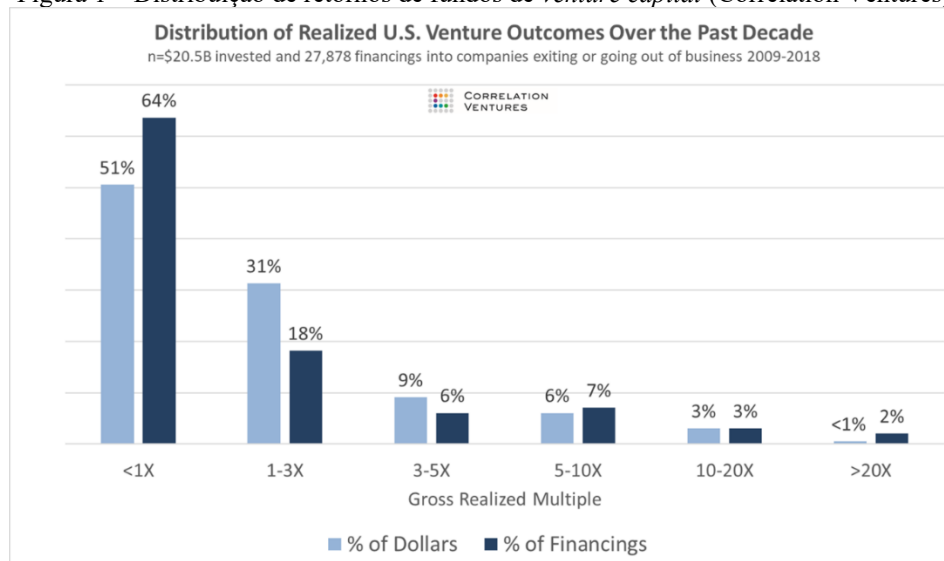
¹⁸ CRUNCHBASE. **The Crunchbase Billion-Dollar Exits Board.** Disponível em: <https://news.crunchbase.com/company-ipo-exits-list/>. Acesso em fev. 2025.

ações no valor de US\$ 9.7 bilhões após o IPO¹⁹ — uma valorização de 86 vezes o valor investido.

Em que pese retornos desse porte sejam raros, são justamente esses resultados que os melhores gestores de fundos buscam atingir. KUPOR (2019) faz uma analogia entre o mercado de *venture capital* e o conceito de "home run" do beisebol, termo utilizado para designar uma jogada excepcional em que o rebatedor acerta a bola com tamanha força e precisão que ela ultrapassa os limites do campo, percorrendo uma distância de mais de 100 metros sem tocar o chão. A título de curiosidade, o atleta que detém o recorde em média de home runs por batida é Mark McGwire, com a marca de um home run a cada 10 tentativas. Assim é o mercado de *venture capital*, em que poucos investimentos resultam em ganhos massivos que compensam as perdas havidas em outras apostas mal sucedidas ou que tiveram retorno financeiro modesto.

Nos Estados Unidos, entre 2009 e 2018, 64% dos fundos de *venture capital* apresentaram retornos inferiores ao capital investido, enquanto 5% dos investimentos renderam entre 10 e 20 vezes, ou mais, o valor investido. Vejamos o estudo abaixo, elaborado pela gestora de fundos Correlation Ventures²⁰:

Figura 1 – Distribuição de retornos de fundos de *venture capital* (Correlation Ventures)



Fonte: "VC Funds are more skewed than you think". Disponível em:

<https://sethlevine.com/archives/2020/10/vc-fund-returns-are-more-skewed-than-you-think.html>. Último acesso em ago. 2025.

¹⁹ CNBC. **Here's who just got rich from the Coinbase debut.** Disponível em: <https://www.cnbc.com/2021/04/14/coinbase-who-gets-rich.html>. Acesso em fev. 2025.

²⁰ VC ADVENTURE. "VC Funds are more skewed than you think". Disponível em: <https://sethlevine.com/archives/2020/10/vc-fund-returns-are-more-skewed-than-you-think.html>. Último acesso em ago. 2025.

Em outras palavras, mais da metade dos investidores não recupera o valor investido, o que corrobora a afirmação de que o investimento no mercado de VC é de altíssimo risco. Por isso, no Brasil e nos Estados Unidos, as normas do mercado de capitais exigem que os cotistas desses fundos sejam investidores qualificados, ou seja, indivíduos ou instituições com uma carteira de investimentos diversificada e robusta, que compreendem os riscos assumidos ao aplicar recursos nessa classe de ativos.

Até o momento vimos que o mercado de financiamento de startups por fundos de VC é composto por, no mínimo, os seguintes agentes: (i) as startups, que necessitam dos aportes financeiros para desenvolver suas atividades comerciais; (ii) os empreendedores, sócios fundadores da startup, cujos objetivos por vezes coincidem ou se confundem com os da startup investida, mas que podem possuir interesses próprios, com repercussão na governança corporativa da startup; (iii) as instituições gestoras de fundos de investimento em VC, responsáveis por selecionar as startups que receberão os aportes dos fundos de acordo com a expectativa de valorização futura das empresas investidas; e (iv) os cotistas dos fundos, investidores qualificados que buscam aplicar recursos em uma classe de ativos de alto risco e alto potencial de retorno e confiam o trabalho de seleção e monitoramento dos investimentos às gestoras de fundos. Este trabalho se concentrará nesses agentes e nas relações formadas entre eles.

Primeiramente, para compreender o financiamento de startups de forma ampla, é essencial situar a captação de recursos por meio dos fundos de VC no contexto das diferentes alternativas disponíveis para as startups, sobretudo porque as alternativas existentes influenciam no processo de tomada de decisão dos agentes.

De acordo com Gorini e Torres (2016)²¹, as fontes de financiamento para startups podem ser classificadas em três grupos, conforme a contrapartida exigida da empresa após o recebimento dos recursos: (i) as subvenções; (ii) a contratação de crédito; e (iii) a negociação de participação societária. Para contemplar as startups em estágio embrionário, poderíamos considerar uma quarta categoria, composta pelos (iv) recursos próprios dos empreendedores (“*bootstrapping*”) ou por contribuições informais de familiares, amigos e conhecidos, cuja relação com o(s) fundadores do negócio é baseada em confiança e que podem nem sequer

²¹ GORINI, Marco; TORRES, Haroldo. **Captação de Recursos para Startups e Empresas de Impacto: Guia Prático**. Rio de Janeiro, Alta Books Editora, 2016.

exigir qualquer contrapartida. Esses investidores informais são chamados de *family, friends and fools (FFF)*.

As subvenções consistem em benefícios financeiros ou aportes concedidos por programas governamentais voltados ao fomento da inovação. Nesse caso, geralmente não há exigência de reembolso direto por parte da startup, sendo necessário apenas que a empresa demonstre a correta aplicação dos recursos recebidos.

A contratação de crédito perante instituição financeira pressupõe a devolução do capital emprestado acrescido de juros, dentro de um prazo estabelecido contratualmente. Essa opção gera para a startup uma obrigação financeira desafiadora, na forma do pagamento do empréstimo, sobretudo para as startups em estágios iniciais, que muitas vezes não possuem garantias suficientes ou fluxo de caixa consolidado para cumprir com tal obrigação. Além disso, esses mesmos fatores podem limitar as opções de empréstimo disponíveis, relegando a empresa a condições contratuais pouco vantajosas, como taxas de juros ou exigência de garantias pelas instituições financeiras.

A negociação de participação societária junto a investidores, categoria na qual se inserem as transações entre empreendedores e investidores do *venture capital*, envolve a concessão de participação societária na startup em troca de aportes financeiros para financiar o desenvolvimento e a expansão dos negócios.

Podemos ilustrar as diferentes fontes dos recursos financeiros captados pelas startups da seguinte maneira:

Figura 2 – Diferentes fontes de recursos financeiros para as startups



Fonte: Elaboração própria com base na classificação proposta por (GORINI e TORRES, 2016), com a inclusão da categoria “Investidores Informais”.

Dentre as categorias acima, este trabalho se dedicará mais à negociação de participação societária, pois é nesta em que se inserem os fundos de VC.

São diferentes os instrumentos contratuais pactuados entre startups e investidores para a negociação de participação societária, cada um com características próprias em relação a riscos e benefícios, como será visto adiante, no capítulo 2.

Também é possível classificar os recursos captados pela startups segundo o estágio de financiamento da empresa. Diferentes opções tornam-se disponíveis conforme o amadurecimento da startup. Destacam-se os (i) contratos de incubação ou aceleração, nos quais startups recebem apoio técnico e financeiro de programas especializados²²; (ii) os aportes realizados por investidores-anjo, pessoas naturais ou jurídicas com capital disponível para financiar as startups e conhecimento pregresso para oferecer conselhos diversos aos empreendedores à frente da startup; (iii) o capital semente²³ (seed capital), direcionado à estruturação inicial do negócio; (iv) o *venture capital*, voltado à expansão da empresa em estágios intermediários e avançados; (v) o *corporate venture capital* (CVC), no qual empresas estabelecidas investem em startups estratégicas para seu setor tendo como objetivo final a

²² De acordo com a Lei nº 13.243/2016, conhecida como "Marco Legal da Inovação", incubadoras e aceleradoras são entidades voltadas ao suporte logístico, gerencial e tecnológico de startups em estágios iniciais. Sua remuneração pode ocorrer por meio da venda de participação societária ou da emissão de títulos conversíveis em cotas ou ações da startup (FERNANDES, Pedro Wehrs do Vale. **A Natureza Jurídica das Incubadoras e Aceleradoras e suas Relações Contratuais com as Startups**. Curitiba: XXV Congresso do CONPEDI (2016). Disponível em: <http://www.bpbccom.br/a-natureza-juridica-das-incubadoras-e-aceleradoras-e-suas-relacoes-contratuais-com-as-start-ups/>.

²³ Alguns desses termos foram mencionados no Projeto de Lei Complementar – PLP 146/2019, que deu origem ao MLSEI. Apesar de não terem sido positivados em nosso ordenamento, esses conceitos foram bem retratados no texto inicial do projeto:

Art. 3º (...) VIII - Seed capital (capital semente): investimento voltado para empresas de pequeno porte, inclusive pré-operacionais, em geral, com perfil inovador e tecnológico. Neste estágio, normalmente, a empresa já tem um produto definido e conta com alguns clientes, ainda que em caráter experimental. Muitas empresas nesse estágio estão atreladas a aceleradoras, incubadoras ou parques tecnológicos.

Art. 3º (...) IX - Venture capital (capital empreendedor): investimento relacionado a micro, pequenas e médias empresas (MPME) novas, já operacionais e com grande potencial de crescimento estimado. São investimentos destinados a expandir a atuação da empresa e acelerar seu crescimento.

Art. 3º (...) VI - Investimento-anjo: investimento transitório realizado por investidor-anjo em quotas ou ações das empresas que tratam esta lei.

Art. 3º (...) X - Private equity: investimentos em empresas de grande porte, maduras e consolidadas, em operação a algum tempo e com faturamento significativo. Os fundos que operam nessa modalidade investem, geralmente, por meio de aquisições e fusões das empresas.

incorporação da startup às suas próprias estruturas²⁴; e o (vi) *private equity*, que geralmente ocorre em fases mais maduras do empreendimento, nem sempre visando à realização de lucros em futuro desinvestimento e nem sempre aplicável à lógica das startups (SILVA, 2019; FERNANDES, 2016; SILVA, 2017; ABDI, 2011).

Recursos vindos de organizações aceleradoras, incubadoras, investidores de capital semente (*seed capital*) e investidores-anjo — itens (i), (ii) e (iii) acima — costumam ser comuns nos estágios iniciais da empresa, enquanto que a captação de recursos de *venture capital* e *private equity* — itens (iv) e (vi) acima — estão associados a aportes realizados em estágios de expansão dos negócios da empresa. Já o aporte de recursos de *corporate venture capital* (CVC), item (v), não está atrelado a um único estágio de desenvolvimento de startups, podendo ocorrer em momentos distintos, de acordo com os objetivos de cada iniciativa de CVC. Cada uma dessas alternativas poderá ser explorada pela startup ao longo do seu processo de financiamento.

Raphael Andrade da Silva, em sua tese de doutorado sobre o funcionamento dos fundos de *venture capital* e Private Equity no Brasil, destacou que não há consenso na literatura sobre quantos e quais são os estágios de financiamento das startups e autores e profissionais diversos usam diversas classificações e nomenclaturas (SILVA, 2021, p. 71)²⁵.

Desse modo, considerando os objetivos deste estudo, adotaremos uma categorização mais simplificada, compreendendo apenas três estágios: (i) estágio seminal (*seed stage*); (ii) estágio inicial (*early stage*); e (iii) estágio maduro (*late stage*), conforme classificação da *National Venture Capital Association* (NVCA), dos Estados Unidos²⁶.

No estágio seminal, a preocupação da startup costuma ser o de desenvolver um produto ou serviço minimamente viável e que interesse ao Mercado. Não é incomum que nesse estágio as ideias da startup ainda estejam em fase de validação perante uma primeira leva de clientes ou usuários. Esse desafio costuma ser intensificado pela ausência de recursos financeiros, tecnológicos e logísticos à disposição do time fundador da startup, motivo pelo qual o apoio de aceleradoras, incubadoras, investidores-anjo e mesmo familiares e amigos costuma ser

²⁴ No financiamento de startups por CVC, a empresa investidora assume, simultaneamente, o papel dos investidores passivos (haja vista que a empresa aporta recursos próprios para possibilitar os investimentos nas startups selecionadas) e o papel dos gestores de fundos (pois, geralmente, é a empresa investidora quem decide quais startups receberão investimentos e em que condições). No geral, iniciativas de CVC assumem estrutura societária mais simplificada do que a dos fundos de *venture capital* tradicional, por exemplo, é constituída uma subsidiária integral da empresa

²⁵ SILVA, Raphael Andrade. **Fundos de Investimento em Venture Capital e Private Equity no Brasil: Estrutura, Função e Exercício do Poder de Controle**. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, 2021.

²⁶ NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. **NVCA 2021 Yearbook**. 2021. Disponível em: <https://nvca.org/wp-content/uploads/2021/03/NVCA-2021-Yearbook.pdf>. Último acesso em

fundamental para a sobrevivência da startup (SILVA, 2017; POLLMAN, 2019). Esse estágio é marcado por uma incerteza quanto à própria viabilidade do produto ou serviço desenvolvido (SILVA, 2021, p. 72-74).

No estágio inicial, as preocupações da startup costumam ser a de aprimorar o produto ou serviço ofertado, otimizar os processos de produção e expandir a base de clientes ou usuários. Os principais riscos derivam da incerteza sobre a lucratividade do negócio, o potencial crescimento do mercado em que a startup está inserida e a quantidade de recursos necessários para que a startup atinja suas metas (SILVA, 2021, p. 75).

No estágio maduro, as preocupações podem ser diversas, como a necessidade de ampliação da infraestrutura física da empresa, a contratação de novas equipes de trabalho, a entrada em novos mercados ou o desenvolvimento de novos produtos, a depender da situação concreta vivida pela startup e do contexto mercadológico em que ela estiver inserida (SILVA, 2021). Os investimentos em startups maduras tendem a ser menos arriscados do que os feitos em estágios anteriores, pois já há produtos e serviços em circulação no mercado e a startup conta com base de clientes própria, métricas do mercado, dados da operação, entre outras informações — há mais certeza sobre a viabilidade do negócios. Como consequência, a mensuração do valor do negócio também é mais simples, considerando que há diversas informações à disposição dos investidores — há menos assimetria informacional (SILVA, 2021).

De modo geral, pode-se dizer que um dos objetivos principais das startups em estágio maduro é proporcionar opções de saída do empreendimento aos fundos de investimento e demais investidores detentores de participação societária na empresa, sendo este o evento de liquidez que remunerará os investidores pelos aportes realizados ao longo do desenvolvimento da startup (SILVA, 2019).

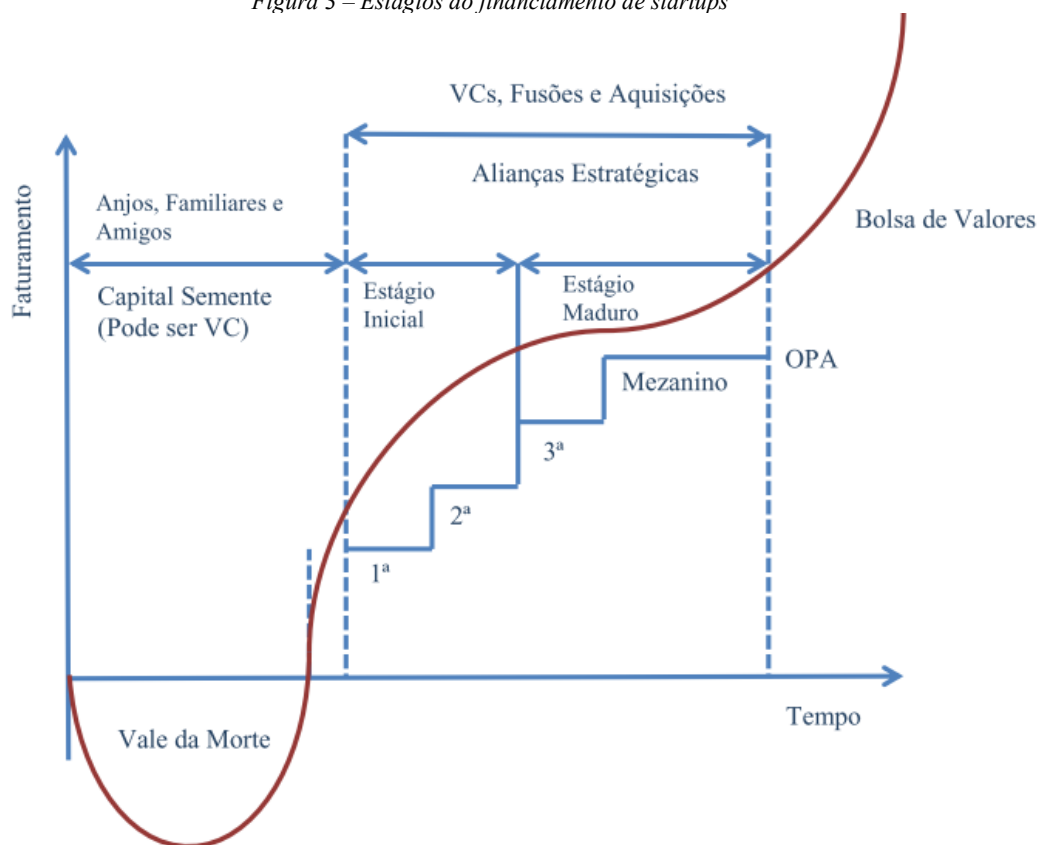
No modelo abaixo, extraído de SILVA (2019), estão representados os estágios de desenvolvimento da startup, com a indicação de quais investidores costumam aportar recursos em cada um dos estágios. Percebe-se que os investimentos com recursos de *venture capital*, “VCs” na ilustração, ocorrem nos estágios inicial e maduro.

O “Vale da Morte”, abaixo representado, é o período em que a startup acumula prejuízos e dispõe de escassos recursos para manutenção de suas atividades e possui maiores chances de fracassar. Em relatório da CB Insights²⁷, foi identificado que 42% das startups

²⁷ A CB Insights é uma plataforma que reúne profissionais de diversas áreas, incluindo analistas, jornalistas, executivos e startups e produz relatórios sobre startups e inovação tecnológica. A plataforma possui um serviço

falham em razão de os produtos e serviços desenvolvidos não serem bem recebidos pelo Mercado, enquanto 29% falha por escassez de recursos, problemas comuns à fase inicial de desenvolvimento da startup²⁸.

Figura 3 – Estágios do financiamento de startups



Fonte: SILVA, 2019

A captação de recursos na trajetória de crescimento de uma startup costuma ser dividido em rodadas de investimento, representadas pelos degraus “1ª”, “2ª” e “3ª” no modelo acima. Referidas rodadas de investimento também são referenciadas como *Series A, B, C*, e assim em diante, cada uma atrelada ao atingimento de metas específicas delineadas pela startup e pelos investidores. Em cada rodada, podem ser captados recursos de novos investidores ou mesmo novos aportes de investidores que participaram de rodadas anteriores. Geralmente, a cada rodada de financiamento, a startup emite novas quotas sociais ou ações ou se compromete a fazer tal

premium de análise de dados voltado a agentes que atuam no ramo de financiamento de startups. Disponível em: <https://www.cbinsights.com/>.

²⁸ CB INSIGHTS. **The top 20 Reasons Startups Fail**. Disponível em: The Top 20 Reasons Startups Fail. From lack of product-market fit to... | by CB Insights | Startups & Venture Capital. Último acesso em fevereiro de 2025.

emissão no futuro, sendo essas destinadas aos investidores realizando aportes naquela rodada. Isso importará na diluição da participação societária dos investidores anteriores (POLLMAN, 2019; KUPOR, 2019).

A título de exemplo, imaginemos que o time fundador detenha 50% da empresa ao final de uma segunda rodada de investimentos em que a companhia foi avaliada em R\$ 10 milhões. Em uma terceira rodada de investimentos, a startup se propõe a negociar 10% do capital social pelo aporte de R\$ 5 milhões (ou seja, nessa rodada, a empresa foi avaliada em R\$ 50 milhões). Serão emitidas novas quotas sociais ou ações, diluindo a participação societária do time fundador de 50% para 45%. Isso não necessariamente significa que o time fundador perderá o controle exercido sobre a empresa apenas em razão da diluição de sua participação societária, uma vez que é possível a emissão de quotas ou ações preferenciais sem direito de voto a esses novos investidores ou a adoção de outros mecanismos de governança corporativa que preservem o poder de controle com os fundadores e/ou outros investidores, como a constituição de órgãos de administração e fiscalização ou a celebração de acordos de governança corporativa entre os sócios.

Observa-se, portanto, que o financiamento de startups com recursos da categoria *venture capital* ocorre após a superação de um estágio inicial pela startup investida (degraus “1”, “2”). Geralmente, a startup que recebe aportes de fundos de *venture capital* já possui um produto ou serviço minimamente definido e viável, restando a necessidade de refiná-lo e expandi-lo (degraus “3” e mezanino), que pretende alcançar com apoio dos aportes financeiros e de assessoramento prestado pelos fundos de *venture capital*.

O método de financiamento faseado de startups é característica marcante desse mercado e fator que influencia de maneira perene a relação entre empreendedores e investidores. O faseamento permite com que as partes definam metas claras para cada rodada de investimento, assim como as contrapartidas esperadas por cada uma. O investidor que financia diversas startups (como é comum para fundos de VC, conforme veremos adiante) monitora as startups de seu portfólio conforme os estágios e rodadas de investimento em que se encontram, oferecendo o suporte necessário e diferenciado para uma delas (SILVA, 2021). Para Pollman (2019), esse método é fundamental para limitar os aportes feitos pelos investidores a cada rodada de investimentos e incentivar os empreendedores a utilizarem nada além daqueles recursos para as metas específicas de cada rodada. Os empreendedores poderão recorrer aos investidores por mais recursos em rodadas seguintes e, assim, estes progressivamente adquirem o controle societário nas startups.

1.3. Características definidoras e análise da estrutura de incentivos aos gestores e cotistas dos fundos de *venture capital*

Nesta seção, analisaremos com mais profundidade as figuras dos gestores e cotistas dos fundos de VC para identificar as principais atribuições e interesses de cada um desses agentes.

Quando mencionarmos genericamente “fundos” e “investidores”, estaremos nos referindo, de modo abrangente, às entidades e pessoas que compõem a indústria de *venture capital* estadunidense e brasileira, para realçar características comuns a ambas as jurisdições. Será indicado de forma clara sempre que nos referirmos a características particulares a cada um desses contextos.

Além disso, sempre que mencionarmos as “organizações especializadas na gestão dos fundos”, ou os “gestores dos fundos”, ou apenas “os fundos”, estaremos nos referindo indistinta e conjuntamente a todas as pessoas ou entidades que representam os interesses dos fundos de investimento, incluindo o administrador formalmente nomeado para o cargo, o gestor de recursos contratado, a empresa gestora de fundos e afins.

Quando falarmos em “cotistas” ou “investidores passivos”, estaremos tratando daquelas pessoas naturais ou jurídicas que fazem aportes no fundo de investimentos, adquirindo cotas, na expectativa de auferir retornos financeiros na liquidação do fundo e pagamento das cotas-partes aos cotistas.

Por fim, se mencionarmos apenas os “investidores”, será sob uma perspectiva de unificação dos interesses e posições dos gestores e cotistas dos fundos, sempre em contextos em que faça sentido tratá-los como um único agente econômico.

Nos Estados Unidos, os fundos são estruturados na forma de uma *limited partnership*, em torno de duas figuras: o *general partner* (GP), responsável pela gestão profissional dos recursos, e os *limited partners* (LPs), investidores passivos que aportam capital e, em princípio, não interferem na gestão cotidiana dos recursos ou na seleção dos investimentos a serem realizados. A relação entre GP e LPs é disciplinada pelo instrumento de *limited partnership agreement*, que estabelece direitos e deveres das partes, política de investimentos e remuneração dos gestores (taxa de administração e taxa de performance), ao longo de um ciclo de investimento tipicamente limitado no tempo. Nesse arranjo, os LPs têm sua responsabilidade limitada ao montante comprometido, ao passo que o GP assume responsabilidade ilimitada e deve cumprir deveres fiduciários (CARVALHO, 2019)²⁹.

²⁹ CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. **A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento em Participações**, 2019. Dissertação (Mestrado em Direito). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

No Brasil, antes da regulamentação específica dos fundos de investimento em participações (FIP), era usual a realização de aportes por intermédio de holdings — sociedades empresárias constituídas para adquirir e administrar participações societárias. Embora essa via permitisse a organização da atividade por meio de órgãos societários e assembleias, mostrou-se menos adequada quando comparada ao modelo contratual estadunidense, pois não havia nítida distinção funcional entre investidor passivo e o gestor, sendo ambos sócios adstritos às normas do contrato ou estatuto social e Código Civil e/ou Lei das S.A. (ABDI 2009).³⁰

Em 1994, a CVM instituiu os Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes – FMIEE (Instrução CVM nº 20.928/1994) e, em 2003, os Fundos de Investimento em Participações – FIP (Instrução CVM nº 39.129/2003). A partir desses marcos regulatórios, a forma mais comum de investir capital de risco no Brasil passou a ser por meio de fundos de investimento em participação regulados pela CVM, os quais assumem a natureza jurídica de condomínio, devem ser registrados perante a CVM e inscritos no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ). Caracterizam-se pela comunhão de recursos dos cotistas do fundo para a aquisição de cotas sociais, ações ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis em participação societária das empresas investidas pelo fundo. Importante ressaltar, apesar da inscrição perante o CNPJ, os fundos de investimento são entes despersonalizados, isto é, não são considerados pessoas jurídicas, apesar de concentrarem direitos e obrigações, como será visto adiante.

Na sequência, a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019) reconheceu os fundos como condomínios de natureza especial, ratificou a competência regulatória da CVM e, crucialmente, autorizou a limitação da responsabilidade dos cotistas ao valor de seus aportes, permitindo ainda classes distintas de cotas com diferentes regimes de responsabilização. A Resolução CVM nº 175/2022 atualizou o regime infralegal, conferindo maior clareza e uniformidade ao conjunto de regras aplicáveis.

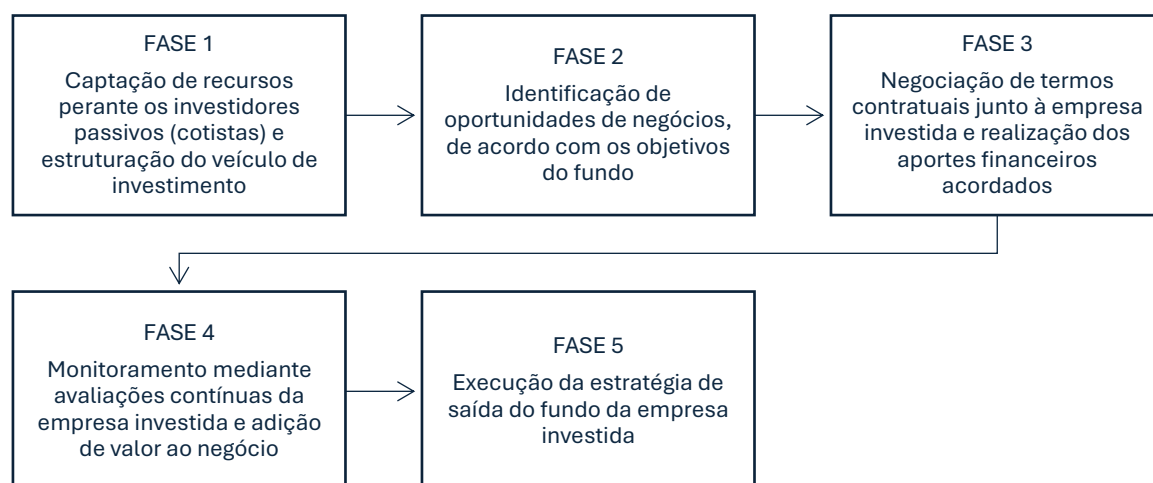
No Brasil, há a figura do administrador do FIP, pessoa jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, e responsável pela administração do fundo; e o gestor pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM para o exercício de administração de carteiras de valores mobiliários, cuja atribuição é realizar a gestão da carteira de ativos.

³⁰ ABDI – Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital. Primeiro Censo Brasileiro: 2009.** São Paulo, Brasil

Não cabe, neste estudo, uma análise pormenorizada sobre o funcionamento das *limited partnerships* estadunidenses ou dos FIPs brasileiros, pois o objetivo, neste tópico, é compreender a estrutura de incentivos dos gestores e dos cotistas dos fundos, pois isso influenciará as barganhas e acordos realizados entre esses e os empreendedores, nos contratos para investimento em startups e nas eventuais relações societárias que sucederem o investimento. Não obstante, é certo que há uma rica agenda de pesquisa para o assunto. A propósito, a CVM lançou edital de consulta pública para colher contribuições da sociedade civil sobre diversos temas da regulamentação dos FIPs. As contribuições foram enviadas até março de 2025 e estão em fase de análise³¹.

Conforme apontado pela ABDI (2009), o ciclo de atuação do fundo de investimento pode ser dividido em cinco grandes fases: (1) captação de recursos perante os investidores passivos e estruturação do veículo de investimento; (2) identificação de oportunidades de negócios, de acordo com os objetivos do fundo; (3) execução dos investimentos mediante negociação de termos contratuais junto à empresa investida e realização dos aportes financeiros acordados; (4) monitoramento dos recursos aportados mediante avaliações contínuas dos resultados obtidos pela empresa investida e adição de valor ao negócio (*smart money*, conceito que será explorado adiante); (5) execução da estratégia de saída do fundo da empresa investida, ou “desinvestimento”. A figura abaixo resume a cronologia do processo de financiamento das startups da perspectiva dos fundos de investimento:

Figura 4 – Processo de financiamento das startups da perspectiva dos fundos de investimento



³¹ CVM. **Consulta Pública SDM 03/2024.** Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2024/sdm0324.html. Último acesso em abril de 2025.

A respeito da fase de captação de recursos (Fase 1), não abordaremos as diferentes estratégias que podem ser perseguidas pelos gestores de fundos para a atração de investidores. Limitaremos-nos a tratar do perfil dos investidores dos fundos, visando a identificar seus objetivos com esse tipo de investimento. Conforme apontado por KUPOR (2019), os investidores em fundos de *venture capital* geralmente dispõem de abundantes recursos financeiros e possuem carteira de investimentos diversificada (ou seja, investem em diferentes classes de investimentos: tesouro direto, ações comercializadas na bolsa de valores, participação em outras empresas, fundos imobiliários, etc.), geralmente com apoio de gestores e/ou consultores profissionais.

Nesse sentido, o investimento em *venture capital* costuma ser mais uma opção perseguida pelo investidor dentro de um portfólio de investimentos. Ao financiarem empresas de caráter inovador com alto potencial de crescimento, mas também com altas chances de insucesso, os investidores escolhem apostar em um ativo de baixa liquidez, alto risco e com a perspectiva de retornos financeiros acima da média. Como visto anteriormente, nos Estados Unidos, entre 2009 e 2018, apenas 5% dos investimentos em *venture capital* gerou retorno entre 10 e 20 vezes ou acima de 20 vezes o valor investido.

Desse modo, diversos são os investidores que se aventuram nesse mercado, como, por exemplo, fundos de doações a universidades e outras instituições de ensino (mais comuns nos Estados Unidos); fundações diversas; fundos de pensão e previdência privada; *family offices* ou holdings familiares; fundos soberanos ou fundos de investimento públicos (organizações que administram recursos de uma nação, como, por exemplo, os fundos de Cingapura e da Arábia Saudita); seguradoras, ou investidores individuais com abundância de recursos (KUPOR, 2019).

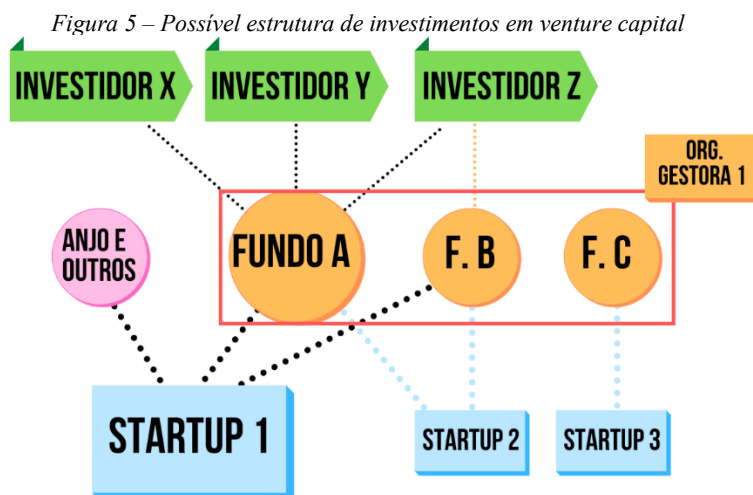
No Brasil, de acordo com a Resolução CVM nº 175/2022, Anexo IV, art. 4º, somente podem investir em FIPs os investidores qualificados, os quais, nos termos da Instrução Normativa CVM nº 554/2014, são: (i) os investidores profissionais (como bancos, seguradoras, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, outros fundos de investimento e administradores, analistas e consultores credenciados pela CVM); (ii) as pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1 milhão e atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; (iii) as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou

possuam certificações aprovadas pela CVM; e (iv) os clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um mais cotistas que sejam investidores qualificados. Nos EUA, restrição semelhante é imposta ao investidores, sendo necessário ser um “*accredited investor*” (mais de U\$ 1 milhão em patrimônio e renda anual de U\$ 200 mil) para realizar esse tipo de investimento (KUPOR, 2019).

No Brasil e nos EUA, a remuneração dos gestores de fundos de *venture capital* costuma ser composta de uma parcela fixa e outra variável. A primeira diz respeito à taxa de administração do fundo, equivalente a um percentual baixo (de 1% a 3%) da totalidade dos recursos investidos no fundo, geralmente cobrada anualmente. Já a parcela variável diz respeito à participação do gestor sobre os resultados dos investimentos realizados e administrados, geralmente equivalente a 20% do retorno obtido no investimento (SILVA, 2019). Por esse motivo, é fundamental para os gestores de fundos de *venture capital* maximizar a rentabilidade proporcionada aos seus cotistas, afinal, serão remunerados sobre a rentabilidade proporcionada.

Cumprе ressaltar que um mesmo fundo de investimento poderá investir em startups diversas, as quais, por sua vez, poderão ser financiadas por mais de um fundo de investimento ou outros agentes econômicos interessados. Além disso, uma organização gestora de fundos poderá administrar mais de um fundo de investimento.

Na figura abaixo, ilustra-se uma possível conformação de investimentos em *venture capital*, em que a Startup 1 recebe aportes de capital de dois fundos de investimento distintos, Fundo A e Fundo B, além de recursos de investidor-anjo. O Fundo A, por sua vez, tem como cotistas os investidores passivos X, Y e Z e também aportou recursos do fundo na Startup 2. A Organização Gestora 1 é responsável pela administração e seleção de oportunidades de investimento dos Fundos A, B e C:



Fonte: Elaboração própria.

Com relação à Fase 2, de identificação e seleção de empresas investidas, estudos da FGV, em 2005³² e 2011³³, apontaram que o processo seletivo para recebimento de investimentos de *venture capital* no Brasil é bem rigoroso. Em consulta realizada junto a 88 organizações gestoras de recursos de *venture capital* (60% do universo de organizações brasileiras à época do estudo), aferiu-se que apenas 43% das propostas de financiamento recebidas são analisadas pelas organizações gestoras, 2% das propostas são submetidas à análise profunda (*due diligence*) e apenas 1% das empresas proponentes recebem os aportes financeiros almejados.

Geralmente, os fundos de *venture capital* operam no sistema de *blind pool*, isto é, os investidores adotam postura passiva em relação à gestão dos recursos aportados, a qual é confiada inteiramente aos gestores do fundo, de forma que são estes últimos que selecionam as empresas aptas a receber aportes do fundo (ABDI, 2009). No Brasil, a CVM prevê a possibilidade de o fundo estabelecer conselhos consultivos, comitê de investimentos, comitê técnicos, além da assembleia geral de cotistas. É possível, ainda, a realização de acordos de cotistas ou estabelecer limites à atuação dos gestores do fundo no próprio regulamento do FIP. Desse modo, pode-se dizer que o nível de participação dos cotistas nos processos decisórios do FIP é ajustável de acordo com os interesses das partes (CARVALHO, 2019)³⁴.

Após a negociação dos termos contratuais (Fase 3) pelos quais os fundos de *venture capital* se comprometerão a realizar aportes financeiros de determinado valor, em determinada periodicidade, em troca de títulos conversíveis em participação societária na empresa investida, chega-se à Fase 4, referente ao monitoramento dos recursos aportados pelo fundo e à adição de valor ao negócio investido.

Em seu processo de financiamento, frequentemente, a startup buscará não apenas o capital proporcionado pelos fundos de *venture capital*, mas também vantagens diversas associadas à organização gestora do fundo e seus profissionais, que, por serem investidores experientes e especializados, geralmente serão capazes de prover, além de recursos financeiros, parcerias estratégicas (*networking*), direcionamento profissional, valores individuais, novas

³² CARVALHO, Antonio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. **A indústria de private equity e venture capital: 1º censo brasileiro**. 2005. Disponível em: <https://hdl.handle.net/10438/13444>. Acesso em julho de 2025.

³³ RAMALHO, Caio; FURTADO, Cláudio Vilar; LARA, Rodrigo. **A indústria de private equity e venture capital: 2º censo brasileiro**. mar. 2011. Disponível em: <https://hdl.handle.net/10438/8419>. Acesso em: jul. 2025.

³⁴ CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. **A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento em Participações**, 2019. Dissertação (Mestrado em Direito). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

ideias, dentre outras formas de assessoramento. Essa mescla de aportes financeiros com assessoramento negocial é chamado de *smart money* (CUMMING; JOHAN, 2009)³⁵.

A participação dos gestores do fundo nos processos decisórios e na definição de estratégias de mercado das startups pode ser fundamental para que o negócio investido se desenvolva de maneira eficaz e saudável, com a correta aplicação dos recursos investidos (CARVALHO, 2019). A título de exemplo, após receber um aporte financeiro vultuoso, em quantia até então jamais antes vista pelo time fundador da startup, é possível que a empresa incorra em gastos desnecessários, como a contratação excessiva de pessoal, por exemplo.

A participação efetiva dos gestores dos fundos nos processos internos da startup investida pode contribuir para a redução da assimetria informacional entre a startup, os gestores do fundo e os investidores passivos do fundo, o que, por sua vez, pode levar a uma incorreta avaliação do desempenho da empresa investida, que pode resultar no insucesso do empreendimento (SILVA e SZTAJN, 2014)³⁶.

Além disso, muitos profissionais envolvidos com a gestão de recursos de fundos de *venture capital* têm a seu favor um histórico bem sucedido no ramo empresarial, de modo que possuem conhecimento agregado que pode ser repassado ao time fundador da startup. MARTINS NETO (2017)³⁷ aduz que os gestores dos fundos devem sempre buscar agregar valor às startups, de forma a maximizar os resultados da empresa investida e, como consequência, alavancar a rentabilidade do investimento como um todo, haja vista que é do interesse de todos os agentes envolvidos que a startup atinja a etapa de desinvestimento com o maior valor de mercado possível, proporcionando maiores ganhos a todos aqueles que desejem se desfazer de suas quotas e ações após a conclusão do processo de financiamento.

KUPOR (2019) aponta que um empreendedor raramente conseguirá obter mais de uma oportunidade de financiamento proveniente de fundos de *venture capital* em sua carreira (considerando a baixa taxa de conversão de propostas de financiamento em projetos efetivamente financiados). Por outro lado, há grandes chances de os gestores do fundo já terem participado ou estarem participando do processo de financiamento de outras startups. Supondo que as partes decidam por contratar o investimento, haverá, nessa relação, a mesma exposição

³⁵ CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Sofia. **Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective**. Amsterdam: Elsevier, 2009.

³⁶ SILVA, Fernando César Nimer Moreira da; SZTAJN, Raquel. **Venture capital: valor da informação, riscos e instrumentos para sua mitigação**. 2014. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-20012015-162731/pt-br.php>. Último acesso em

³⁷ MARTINS NETO, Carlos. **A Responsabilidade do Cotista de Fundo de Investimento em Participações**. São Paulo: Almedina, 2017, p. 62.

ao risco de perda total dos aportes realizados e ausência de retorno financeiro, caso a startup venha a fracassar. Contudo, o risco geral dos investidores e do fundo de investimentos é diluído entre diversas startups por eles financiadas, enquanto o risco dos empreendedores é concentrado em um único empreendimento, pois não é usual, e nem mesmo crível, que um empreendedor encabece duas ou mais startups simultaneamente, dada a alta demanda de tempo e atenção desses projetos.

A execução da estratégia de saída (ou “desinvestimento”) do fundo da empresa investida é a última fase do processo de financiamento das startups (Fase 5). Geralmente, uma estratégia de saída bem definida e executada é o que define o sucesso do processo de financiamento da startup.

Existem diversos mecanismos de saída do fundo da empresa investida. Como apontado por SILVA (2019), são exemplos de estratégias de saída: (i) a venda estratégica da startup à outra empresa (*trade sale*); (ii) a abertura de capital em bolsa de valores mediante oferta pública inicial de ações (*initial public offering - IPO*); (iii) a venda de participação societária de um investidor a outro (*secondary sale*); (iv) a recompra de participação societária pelo time fundador da startup (*buyback*); e (v) a liquidação da participação societária de um dos investidores (*write-off*).

Geralmente, entende-se que as duas primeiras estratégias, a venda estratégica (i) e a abertura de capital (ii), são executadas em cenários de sucesso do processo de financiamento da startup, ao final do qual a empresa investida se encontra em estágio maduro, com modelo de negócios testado e provado bem sucedido no mercado e geração de receita e lucros líquidos anualmente. Já as duas últimas opções, a recompra de participação societária pela própria empresa (iv) e a liquidação das quotas sociais ou ações da empresa, estão associadas a cenários de fracasso do empreendimento, em que um ou mais investidores desejam não mais participar do negócio (v) (SILVA, 2019). Existe a hipótese de a recompra de quotas ou ações pela empresa (*buyback*) decorrer de um cenário em que essa possua elevado fluxo de caixa ou reserva estratégica e algum investidor satisfeito com os ganhos obtidos até então opte por sua saída, não se tratando de fracasso da empresa (ABDI, 2011)³⁸. Esse é um cenário possível, embora improvável, pois, como já aduzido, durante os estágios de maturação da startup, o foco costuma ser a expansão do negócio e não o acúmulo de recursos em caixa.

³⁸ ABDI. **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. / Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. – Brasília: Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, 2011.

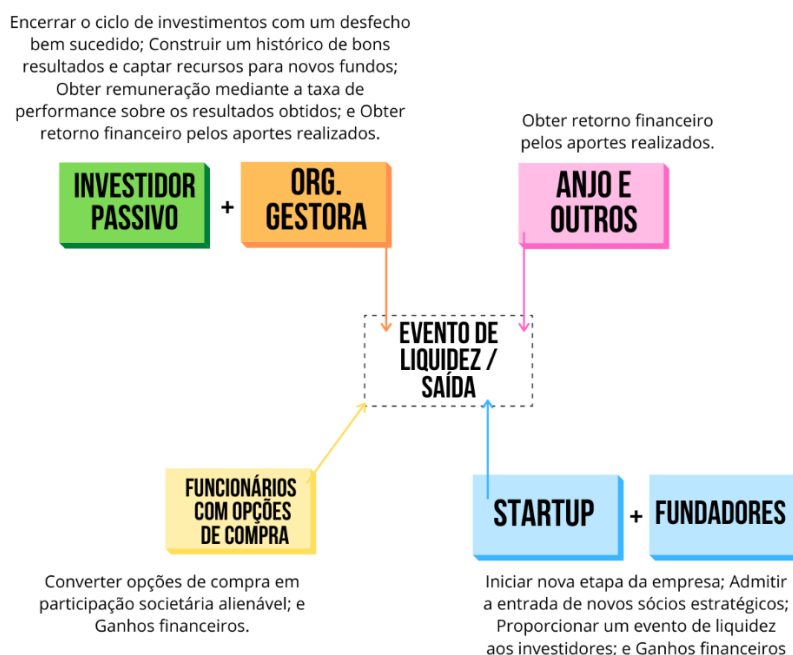
Por fim, a venda de participação societária entre investidores, ou *secondary sale* (iii), não está necessariamente associada a um cenário de sucesso ou de fracasso, uma vez que operações de compra e venda entre investidores poderão ocorrer por diversas razões e a saída (ou diminuição da participação) de um investidor para aumento da participação de outro pode ter seus benefícios para a empresa investida. Em todo caso, a venda entre sócios ou acionistas da startup deverá ser regulada no contrato social ou estatuto social da startup. Há cláusulas que podem mitigar ou ao menos balizar as hipóteses de *secondary sales* no âmbito da startup, como, por exemplo, cláusula que determine a necessidade de se obter aval da empresa para que a operação se concretize ou cláusula que estipule o direito de preferência de alguns sócios ou da própria sociedade para aquisição de quotas ou ações negociadas internamente (KUPOR, 2019).

Conforme aduzido ao longo deste primeiro capítulo, há diversos agentes envolvidos no processo de financiamento de uma startup e todos têm como objetivo comum que a startup se desenvolva de forma plena e eficaz, como consequência, aumentando exponencialmente seu valor de mercado, que implica valorização dos ativos detidos por seus investidores. Nessa esteira, a concretização dos objetivos dos agentes envolvidos no financiamento da startup depende da ocorrência de um evento de liquidez proporcionado pela venda da participação societária detida pelos fundos de *venture capital*.

Com o atingimento de um estágio maduro, a estrutura de governança corporativa da startup (podendo essa ser composta por membros do time de empreendedores-fundadores, fundos de *venture capital*, investidores diversos) passa a sofrer pressões internas para a criação de um evento de liquidez (POLLMAN, 2019).

Conforme ilustrado no modelo abaixo, os diversos agentes envolvidos no processo de financiamento da startup terão motivações distintas rumo à concretização do mesmo objetivo, a execução de uma estratégia de saída:

Figura 6 – Objetivos alcançáveis apenas mediante a execução da estratégia de desinvestimento do fundo na startup



Fonte: Elaboração própria.

Para a startup, a saída de fundos de investimento, investidores-anjo, funcionários que foram contemplados com opções de compra durante sua trajetória e a consequente entrada de novos sócios pode significar o começo de uma nova etapa para os sócios que remanescerão na empresa.

Quanto às organizações gestoras do fundo de *venture capital*, além da remuneração obtida a título de taxa de performance (geralmente, equivalente a 20% sobre o resultado obtido pelo fundo), a execução de uma estratégia de saída bem sucedida contribuirá para a construção de um histórico positivo e do reconhecimento da organização no mercado de *venture capital*, culminando com a constituição e captação de recursos para novos fundos de investimento. Como apontado por KUPOR (2019), no mercado de *venture capital*, ocorre o fenômeno chamado *positive signaling*, em tradução livre, sinalização positiva, que consiste na ideia de que as organizações gestoras que foram bem sucedidas no passado continuarão obtendo resultados positivos aos seus investidores.

O investidor passivo, cotista do fundo de *venture capital*, participará dos resultados do investimento, na proporção de suas quotas.

Além disso, alguns funcionários da startup remunerados com opções de compra ao longo do processo de financiamento da empresa, geralmente, somente poderão exercer esse direito diante da eminência de um evento de liquidez ou já terão exercitado o direito

anteriormente e aguardarão ansiosamente por um evento de liquidez para, de fato, auferir ganho financeiro com a liquidação de suas participações.

Verifica-se, portanto, que os agentes econômicos envolvidos no processo de financiamento de uma startup convergem seus esforços rumo à concretização de um mesmo objetivo: a execução de uma estratégia de saída dos investidores (Fase 5).

Para o investidor, o processo de financiamento de uma startup alcança um desfecho com a ocorrência de um evento de liquidez em que o investidor poderá liquidar sua participação societária na empresa. Em cenários favoráveis, o investidor venderá suas ações ou quotas na empresa por valor muito superior àquele pago nas etapas de financiamento da startup, alcançando, em casos bem sucedidos, lucro equivalente a 10, 20, 50 vezes o valor investido.

Foi evidenciado, também, que, com o objetivo de tornar o mercado de financiamento de startups atrativo para os investidores, os agentes econômicos envolvidos nas diversas etapas do processo de financiamento, de modo geral, direcionam seus esforços à geração de um evento de liquidez para os investidores, proporcionando a saída desses últimos do investimento. Desse modo, o mercado de startups vem utilizando o termo “estratégia de saída” (em inglês, *exit strategy*) para se referir ao conjunto de estratégias adotadas pela empresa investida para alcançar esse fim.

Nessa esteira, observou-se, ainda, que há diversas vias para a realização do desinvestimento da startup, sendo duas as que expressam sinalização positiva ao mercado: a abertura de capital e consequente negociação de ações da companhia na bolsa de valores e a venda estratégica à empresa interessada em incorporar a startup.

As duas estratégias de saída historicamente mais utilizadas pelas startups a abertura de capital e a venda estratégica. Analisaremos a viabilidade de execução de cada uma dessas estratégias nos contextos estadunidense e brasileiro mais à frente, no capítulo 3.

1.4. Aspectos gerais sobre o contrato de investimento e a governança corporativa em startups financiadas por *venture capital*

Como visto nos tópicos anteriores, os agentes envolvidos no processo de financiamento da startup almejam um mesmo objetivo, qual seja, a viabilização e realização de um evento de liquidez bem-sucedido. Tendo isso consideração, empreendedores e investidores negociam condições e proteções específicas para seus contratos.

Neste tópico, trataremos sobre os aspectos gerais da barganha realizada entre investidores e empreendedores, de modo a entender a razão econômica subjacente aos pactos

realizados. Antes de tal análise, é necessário pontuar duas ressalvas. Primeiro, é importante dizer que cada startup experimentará um processo de financiamento diferente, marcado pelas particularidades do produto ou serviço desenvolvido e do mercado em que os negócios se inserem, diferentes perfis de investidores, fatores regionais, entre outros. Portanto, para os fins deste estudo, é inevitável adotarmos um certo nível de generalização para proporcionar uma visão mais ampla sobre o objeto de estudo. Segundo, sempre que nos referirmos aos empreendedores e investidores de maneira genérica, estaremos tratando tanto de aspectos gerais do financiamento de startups sem se preocupar com apontar as características típicas dos contextos brasileiro e estadunidense. Mais adiante evidenciaremos as especificidades de cada um desses mercados.

O financiamento de startups é feito de maneira faseada, dividido em diversas rodadas de investimento, que, por sua vez, recebem denominações indicativas da ordem de grandeza dos valores aportados e do número de rodadas de investimento anteriores. Nessa esteira, o mercado denomina as diferentes rodadas como *pre-seed*, *seed*, *series A*, *B*, *C*, e assim em diante. As rodadas de investimento também podem demarcar o estágio de maturidade da startup: (i) estágio seminal (*seed stage*); (ii) estágio inicial (*early stage*); e (iii) estágio maduro (*late stage*).

A cada nova rodada de investimento, empreendedores e investidores devem negociar termos contratuais. O nível de complexidade de tais negociações variará conforme uma série de fatores: o perfil do investidor, os usos e costumes do mercado, os fatores regionais, o nível de maturidade da startup e o valor almejado ou aportado naquela determinada rodada. É esperado que rodadas mais avançadas e que compreendam valores mais expressivos resultem em uma negociação mais complexa entre as partes.

O investidor que realiza um aporte maior provavelmente exigirá contrapartidas mais vantajosas e proteções mais eficazes, dado o maior valor financeiro aportado. Não obstante, rodadas iniciais e de menores valores também podem compreender uma extensa negociação de cláusulas contratuais.

Ademais, observamos também uma variedade de situações quanto ao momento de vigência e eficácia de tais contrapartidas e proteções. Em alguns casos, o investidor adquirirá quotas ou ações da startup de maneira direta, hipótese em que será sócio ou acionista, com deveres, vantagens econômicas e direitos políticos próprios da natureza e classe de suas quotas ou ações, considerando que essas podem ser ordinárias ou preferenciais e pode haver uma miríade de diferentes classes de quotas ou ações em uma mesma sociedade.

Por outro lado, há casos em que o investidor formalizará os seus aportes por negócios jurídicos que permitam uma aquisição futura da participação societária. Nesse caso, geralmente são exigidas contrapartidas e proteções que serão válidas no ínterim entre a contratação do investimento e a sua investidura como sócio ou acionista. Em certas situações, esses direitos conferirão ao investidor o poder de influenciar significativamente em algumas decisões da startup.

No contexto estadunidense, os agentes vêm experimentando um uso cada vez mais frequente de instrumentos que conferem aos investidores um direito de aquisição futura ou de conversão de dívida em participação societária, como as *convertible notes*, os contratos de *SAFE – Simple Agreement for Future Equity* e os contratos de *KISS – Keep It Simple Security*. No momento, não descreveremos como esses acordos entre empreendedores e investidores são instrumentalizados, nem as questões específicas derivadas de cada tipo de contrato. No capítulo 2, trataremos sobre as particularidades dos instrumentos tipicamente utilizados para o financiamento de recursos por startups brasileiras e estadunidenses. Por ora, diremos apenas sobre a dinâmica geral de tais contratos.

Geralmente, esses contratos que permitem uma futura conversão de dívida em participação societária são firmados nas primeiras rodadas de investimento da startup e, portanto, empreendedores e investidores não são, ainda, capazes de estipular com precisão o valor patrimonial (*valuation*) da startup, pois não há certeza sobre o valor dos seus ativos intangíveis e de como o mercado recepcionará os produtos e serviços desenvolvidos pela startup ou se os empreendedores conseguirão atingir todas as metas desejadas. Também não se sabe ao certo quanto tempo durará o processo de financiamento da startup e quanto capital externo será necessário (PEREIRA, 2022)³⁹.

Nesse cenário de incerteza, costuma-se apenas contratar que o aporte dos investidores será convertido em participação societária em uma próxima rodada de investimentos que atinja determinado valor (chamada de “*priced round*” ou rodada precificada) ou diante de um evento de liquidez. É possível que a startup tenha sido financiada por vários investidores, por meio de instrumentos jurídicos distintos, e que todos esses aportes sejam convertidos em participação societária diante de uma mesma rodada precificada. Com a conversão, serão emitidas novas quotas ou ações para os investidores.

³⁹ PEREIRA, Alvaro. **Designing Startup Corporate Law: A Minimum Viable Product**. In Review of Banking and Financial Law, Vol. 40, No. 1 (2022). Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4150766. Acesso em maio de 2025.

Assim, a dívida conversível permite a capitalização com poucos compromissos de ambas as partes: os empreendedores podem manter o controle sobre o desenvolvimento da ideia e os investidores limitam sua exposição ao risco, comprometendo pequenas quantias de capital. Ao adiar a definição do preço das ações para uma avaliação futura, as partes também reduzem os custos de transação da negociação e outras questões derivadas da típica incompletude dos contratos complexos (PEREIRA, 2022).

Conforme levantamento feito pela plataforma CARTA⁴⁰ junto a sua base de dados de mais de 9.000 startups estadunidenses, considerando operações realizadas entre 2020 e 2024, em rodadas de investimento de valor inferior a 500 mil dólares, em 81% das vezes as partes contratam o financiamento por meio de contratos SAFE, contra 6% via *convertible notes* e 13% por compra direta de participação societária em uma rodada precificada. Em rodadas de valor entre 2 e 3 milhões de dólares, esses percentuais são alterados para 47%, 8% e 46%, respectivamente. Em rodadas de valor superior a 4 milhões de dólares, para 20%, 5% e 75%. Observa-se, portanto, uma relação direta entre o valor total da rodada de investimentos e o instrumento utilizado pelas partes⁴¹.

Os dados demonstram que rodadas de maior valor geralmente implicam a utilização de instrumentos caracterizados por uma negociação mais extensa e complexa entre empreendedores e investidores. Isso porque o *SAFE* é o mais simples de todos os instrumentos, tendo como proposta de valor justamente que as partes transponham essa fase de barganha, por meio de condições padronizadas e conhecidas de antemão, já que o modelo contratual é disponibilizado publicamente. Por outro lado, a aquisição de participação societária em uma rodada precificada pressupõe a negociação não apenas de aspectos negociais, como o preço das quotas ou ações da startup, mas também os direitos e obrigações que regerão a iminente relação societária.

No contexto estadunidense, é comum que o crédito dos “primeiros investidores” seja convertido em ações preferenciais (“*preferred stock*”) com os mesmos direitos e vantagens econômicas das ações que serão emitidas para o “novo investidor” que está liderando a rodada precificada. Essas ações preferenciais, por sua vez, podem ser convertidas em ações ordinárias (“*common stock*”) na iminência de um evento de liquidez, de modo que todos os acionistas da empresa receberão o mesmo preço pela unidade de ação, diferenciando-se entre si apenas

⁴⁰ A CARTA é uma plataforma de investimento em empresas de capital fechado e portal de notícias.

⁴¹ CARTA. **State of Pre-Seed. All data aggregate from 9,000+ pre-seed companies on Carta.** 2024. Disponível em: <<https://carta.com/data/state-of-pre-seed-2024>>. Último acesso em maio de 2025.

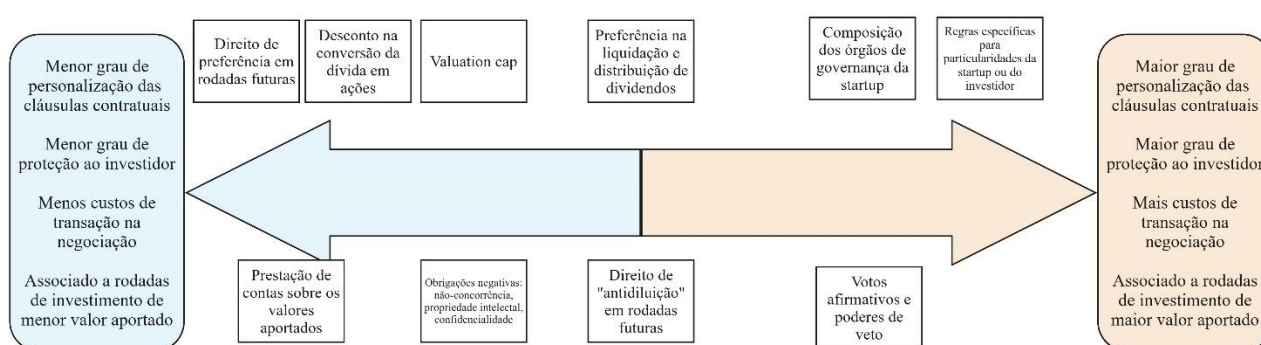
quanto à quantidade de ações que cada um possui e por eventuais direitos de preferência na ordem de pagamentos outorgados aos investidores.

Na ocasião da conversão, poderá ser aplicado um desconto ao preço de emissão das novas quotas e ações, conforme previamente acordado, de maneira a premiar os primeiros investidores por terem assumido o risco de financiar a startup em momento anterior, de maior incerteza quanto ao sucesso do negócio. Também é comum estipular um limite para o *valuation* da startup, convencionado como “*valuation cap*”. Ainda que o valor patrimonial da startup ultrapasse o *valuation cap* em rodadas futuras, aplicar-se-á o último para fins de conversão. Desse modo, o investidor terá o valor total do seu aporte dividido pelo *valuation cap* e não pelo *valuation* atribuído em uma rodada precificada.

A seguir citamos alguns dos direitos tipicamente negociados entre empreendedores e investidores, após estudo de parcela da literatura científica brasileira e estadunidense sobre o financiamento de startups, assim como modelos de minutas contratuais disponibilizadas por entidades renomadas do mercado, como é o caso da Finep (Brasil), da Latitud Ventures (América do Sul), da NVCA (EUA) e da Y Combinator (EUA).

Após as análises realizadas neste estudo, podemos propor um simples modelo, segundo o qual cada barganha entre empreendedores e investidores pode ser inserida em um espectro, conforme o esquema visual abaixo, sendo que, quanto mais à esquerda, mais simples são os termos negociados e, portanto, mais fluída e menos custosa (do ponto de vista de custos de transação) foi a negociação. E quanto mais à direita mais custosa foi a negociação. Vejamos:

Figura 7 - Espectro de contrapartidas e direitos negociados entre empreendedores e investidores



Fonte: elaboração própria, com base em minutas contratuais disponibilizadas por Finep (Brasil), da Latitud Ventures (América do Sul), da NVCA (EUA) e da Y Combinator (EUA).

Henrique Arake Cavalcante (2024)⁴² analisa a estrutura de incentivos de empreendedores e investidores à luz da teoria dos jogos, no contexto da escolha do instrumento contratual que formalizará o investimento. Para o autor, instrumentos mais flexíveis no quesito convertibilidade (isto é, que permitam ao investidor, em maior ou menor grau, decidir pela conversão do crédito em participação societária ou exigir o pagamento do mesmo) tendem a maximizar os ganhos do investidor. Por outro lado, instrumentos mais rígidos, que exijam a conversão do aporte em participação ou exonem a startup da obrigação de pagar a dívida, tendem a maximizar os ganhos da própria startup. Portanto, em um cenário em que a startup escolhe, primeiro, qual instrumento utilizar e, depois, se adotará maior ou menor grau de flexibilidade quanto à devolução dos valores ao investidor, a escolha sempre tenderia para a utilização de instrumentos mais rigorosos.

Concordamos com a conclusão do autor, porém devemos pontuar uma ressalva que ele próprio também fez: que nem sempre a startup terá poder de barganha para escolher o instrumento contratual que será utilizado. Com efeito, algumas práticas de mercado tendem a se tornar mais comuns entre os agentes, como é o caso da utilização de instrumentos contratuais mais simples que nem sequer se ocupam de precificar o valor patrimonial da startup investida, como ocorre nos EUA, em 81% dos casos, com a utilização de SAFEs, conforme vimos acima.

Pensando por um prisma de redução dos custos de transação, entendemos que as primeiras e menores rodadas de investimento não deveriam adentrar em questões e complexas e pertinentes somente em um momento futuro, quando o investidor converter seu crédito em participação societária. As contrapartidas e proteções oferecidas ao investidor nessas rodadas idealmente estariam relacionadas ao investimento, apenas, como, por exemplo, possibilidades de reembolso, prestação de contas, direito de preferência em futuras rodadas, e não adentrar em questões societárias, como a eleição de membros para o conselho de administração que nem sequer será criado de imediato, votos afirmativos e poderes de veto exagerados, entre outros.

Nessa esteira, os instrumentos contratuais largamente aceitos e padronizados, como SAFE, apresentam como proposta de valor a redução dos custos de transação pela eliminação da etapa de negociação de contrapartidas, proteções e direitos, pois a minuta-modelo disponibilizada pode ser utilizada sem quaisquer alterações pelas partes. Assim, as partes poderão direcionar seus esforços para tratar do desenvolvimento do produto ou serviço daquela startup e das estratégias para o atingimento das metas estipuladas. Soma-se a isso o fato de que

⁴² CAVALCANTE, Henrique H.A.. **Estratégias de Startups no Tabuleiro Legal: Perspectivas da Teoria dos Jogos sobre os Instrumentos de Investimento em Inovação**. In: ATHAYDE, Amanda et al. Direito, governança corporativa e startups. Indaiatuba: Editora Foco, 2024. Edição do Kindle.

startups em estágios iniciais não disporão de recursos para a contratação de assessores, consultores jurídicos, contadores, ou outros profissionais capazes de auxiliar nessas negociações. Trataremos sobre esses instrumentos no Capítulo 2.

Com a conversão do crédito em participação societária, a startup passa efetivamente por um processo de reformulação da sua governança corporativa, pois os investidores adentram o cotidiano da empresa e monitorarão de perto as atividades da startup até um evento de liquidez relevante que viabilize a sua saída.

Nesse sentido, Pollman (2019) explica brilhantemente que as startups operam sob um mosaico de conflitos recorrentes. Isso porque, a cada rodada de investimentos, a startup tende a comprometer parte de seu capital social para determinados investidores. Com a entrada desses investidores, é possível que sejam criadas diferentes classes de ações ordinárias e preferenciais, além de formados diferentes órgãos de administração, criando-se uma teia complexa de relações.

Há tensões verticais entre o *board* e gestores operacionais (que, traçando um paralelo com a realidade brasileira, estariam próximos das figuras do Conselho de Administração e Diretoria, respectivamente), acentuadas pela sobreposição de papéis (investidores que também são conselheiros; fundadores que também são diretores, etc). E há conflitos horizontais entre classes de acionistas (ordinários e preferencialistas), que divergem quanto ao risco assumido e o momento certo para conduzir a startup a novas rodadas de investimento; entre preferencialistas de classes distintas que podem usufruir de vantagens econômicas distintas (como, por exemplo, uma classe ter preferência em casos de dissolução da startup e outra não); e entre ordinários de classes distintas (POLLMAN, 2019).

Com a progressão do financiamento da startup, amplia-se a heterogeneidade do quadro societário e aumenta-se os custos de coordenação e monitoramento dos agentes. Os conflitos societários tendem a surgir em situações de insucesso da startup (POLLMAN, 2019).

Um dos mais conhecidos casos judiciais, “*In Re Trados Inc. Shareholder Litigation*”⁴³, dirimido pela corte de Delaware-EUA, tratou justamente da venda de uma startup por valor muito inferior ao *valuation* apresentado em rodadas de investimento anteriores. Em 2005, a SDL Plc. adquiriu a Trados, startup financiada por *venture capital*, por US\$ 60 milhões. O produto da venda foi inteiramente revertido para o pagamento de acionistas preferenciais (anteriormente investidores) com direitos de preferência na liquidação da empresa e dos

⁴³ A íntegra da decisão final está disponível em: <https://law.justia.com/cases/delaware/court-of-chancery/2013/ca-ol-1512-vcl.html>. Acesso em fevereiro de 2025.

diretores que atuaram na transação (que faziam jus a um bônus em caso de venda da startup). Os acionistas titulares de ações ordinárias, inclusive os fundadores, não receberam qualquer quantia pela venda da empresa.

Os acionistas supostamente prejudicados ajuizaram ação de responsabilidade contra os administradores. As cortes de Delaware decidiram que os administradores têm o dever fiduciário de maximizar os ganhos de todos os acionistas igualmente, observados os acordos realizados entre os próprios acionistas. Nesse caso, os acionistas haviam pactuado o direito de preferência dos titulares de ações preferenciais em caso de venda da companhia por valores inferiores ao *valuation* estimado e, diante disso, as cortes de Delaware registraram que o acordo entre os acionistas era válido, pois firmado em exercício da autonomia privada de partes sofisticadas, que compreendiam os riscos assumidos por cada uma e que foram especificamente alocados dessa forma. Caso os acionistas ordinários exercitassem seus direitos de recesso por discordarem da operação, também não receberiam qualquer valor por suas ações, por uma previsão contida no estatuto social da companhia. A venda e a distribuição dos ganhos foram consideradas justas, apesar de os administradores envolvidos na operação, que foram nomeados para o cargo pelos preferencialistas, não terem conseguido comprovar que estavam completamente livres de circunstâncias que causassem conflito de interesses.

Apesar do resultado ter favorecido os acionistas preferencialistas, o mercado de *venture capital* tratou o caso Trados como uma alerta para a necessidade de compor comitês imparciais relativamente aos acionistas de qualquer classe para operações societárias com valores abaixo do esperado pelos acionistas.

Em estudo recente, Bian, Li e Nigro (2025)⁴⁴ demonstraram que fundos de *venture capital* próximos do seu prazo de validade com os seus cotistas tendem a forçar vendas apressadas de startups. Lembremos que os fundos de VC, no Brasil e no exterior, costumam a operar por prazos de 10 anos, raramente prorrogados. Os autores apontaram que vendas realizadas quando o fundo se aproxima de 12 anos de duração tendem a ter preços significativamente menores. Portanto, recomendam uma abordagem mais favorável aos acionistas ordinários em acordos de acionistas com fundos de *venture capital*, na tentativa de maximizar os ganhos de eventos de liquidez em longos processos de financiamento de startups.

Esses trabalhos demonstram a importância da negociação de contrapartidas, direitos de controle e vantagens econômicas entre empreendedores e investidores e como, muitas vezes,

⁴⁴ BIAN, Bo; LI, Yingxiang; NIGRO, Casimiro Antonio. **Conflicting fiduciary duties and fire sales of VC-backed start-ups**. [S.l.: s.n.], 2025. 101 p. (LawFin Working Paper, n. 35). Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4139724. Acesso em maio 2025.

empreendedores poderão consentir com cláusulas que mais adiante os exporão a prejuízos. Isso apenas corrobora nosso entendimento de que as primeiras rodadas de captação da startup devem, preferencialmente, comprometer parcela pequena do capital social da sociedade e não conferir certas prerrogativas e direitos aos investidores.

2. ANÁLISE COMPARATIVA DOS TIPOS SOCIETÁRIOS E CONTRATOS PRATICADOS PELOS AGENTES ECONÔMICOS DO MERCADO DE FINANCIAMENTO DE STARTUPS BRASILEIRO E ESTADUNIDENSE

Nos tópicos seguintes, serão analisadas algumas semelhanças e diferenças entre o Direito Societário aplicado em Delaware (EUA) e no Brasil com enfoque para as relações entre empreendedores-fundadores e investidores envolvidos no processo de financiamento de startups com recursos de *venture capital*. Para tanto, é necessário, inicialmente, estabelecer alguns aspectos basilares do Direito Societário de cada jurisdição, de modo a viabilizar uma discussão mais aprofundada em seguida.

Primeiro, importa salientar que, no Brasil, há apenas um regramento de Direito de Societário, oriundo de legislação federal e normas regulatórias de entidades cuja competência e abrangência são igualmente federais — a saber, o Código Civil para as sociedades de responsabilidade de limitada, a Lei das S.A. para as sociedades anônimas, as instruções normativas do DREI, as resoluções da CVM, entre outras. Os conflitos decorrentes das relações societárias serão julgados por tribunais estatuais, vinculados a alguns precedentes das cortes superiores, que operam em nível federal e que têm, dentre outras, a competência de uniformizar a aplicação do Direito.

Nos EUA, por outro lado, há leis de abrangência federal e estadual. Se, por um lado, as leis de abrangência federal devem ser consideradas, pois estipulam parâmetros obrigatórios⁴⁵, são as leis estaduais que regerão o cotidiano das sociedades empresárias e suas

⁴⁵ Por legislação de abrangência federal e relevante para o Direito Societário dos EUA, consideramos, principalmente, as seguintes: (i) Securities Act of 1933: Estabeleceu as primeiras exigências federais de divulgação e registro para ofertas públicas de valores mobiliários, buscando garantir transparência e reduzir fraudes no mercado primário; (ii) Securities Exchange Act of 1934: Regulamentou o mercado secundário de valores mobiliários, criou a Securities and Exchange Commission (SEC) e passou a exigir relatórios periódicos de empresas de capital aberto; (iii) Sarbanes–Oxley Act de 2002: Reforçou controles internos e responsabilidades contábeis após escândalos corporativos como Enron e WorldCom, introduzindo, por exemplo, a obrigatoriedade de comitês de auditoria independentes; (iv) Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act de 2010: Ampliou a regulação sobre o setor financeiro após a crise de 2008, impondo obrigações de transparência e responsabilidade, inclusive sobre remuneração de executivos e direito de voto consultivo dos acionistas ("say on pay").

relações comerciais e societárias. Essas mesmas leis prescreverão requisitos obrigatórios para a constituição e encerramento das sociedades, assim como outros eventos societários relevantes, os direitos dos acionistas, os deveres fiduciários dos administradores e controladores das companhias, entre diversos outros aspectos.

Para os fins deste trabalho, conferiremos atenção especial à legislação societária do estado de Delaware, considerado o mais relevante, tanto pela quantidade de companhias de grande porte que são registradas lá, quanto pelo renome que o Direito Societário Aplicado de lá ostenta perante empresários, administradores e investidores. Todos esses aspectos serão explorados adiante.

Segundo, é necessário traçar as semelhanças e diferenças dos principais tipos societários disponíveis aos empreendedores e investidores. A escolha de um tipo societário significa optar por algumas regras (supostamente) inafastáveis e inerentes ao formato escolhido, limites à relação societária, mecanismos que poderão ser utilizados para prever direitos e obrigações das partes da relação societária segundo as suas vontades, entre outras características. No Brasil, merecem atenção a sociedade de responsabilidade limitada (LTDA) e as sociedades anônimas (S.A.), e nos EUA a *limited liability company (LLC)* e a *Corporation (C-Corp)*, pois são esses os tipos societários relevantes para o mercado de financiamento de startups por *venture capital*.

2.1. Aspectos gerais sobre o Direito Societário de Delaware-EUA e fatores históricos que explicam prevalência no contexto estadunidense

Delaware é há muito reconhecida como uma jurisdição favorável aos negócios. Por isso, cerca de dois terços das maiores empresas sediadas nos Estados Unidos, incluídas na lista Fortune 500⁴⁶, estão registradas em Delaware.

A proeminência de Delaware data de mais de um século. Originalmente, a maioria das grandes companhias eram registradas em Nova Iorque, pois essa mesma cidade era e ainda é o principal polo comercial e financeiro dos EUA. Contudo, reformas legislativas do final do século XIX enrijeceram normas aplicáveis às companhias, que se relocaram para Nova Jérsei e depois para Delaware, cuja legislação ainda replicava os mesmos princípios e elementos da

⁴⁶ Trata-se de uma lista anual elaborada pela revista Fortune, com as 500 maiores empresas em receita. Disponível em: <https://fortune.com/ranking/global500/>. Acesso em junho de 2025.

legislação tradicional de Nova Iorque (ELSON, 2017)⁴⁷. Após essa guinada, o estado de Delaware passou a trabalhar ativamente para que criar e manter uma imagem de jurisdição favorável aos negócios. É vantajoso para o estado que as companhias o escolham como lugar de constituição e jurisdição vinculante em caso de conflitos societários, pois essas recolherão impostos e taxas estaduais que comporão a receita do ente público. Hoje em dia, é possível apontar diversos fatores que conferem uma vantagem competitiva a Delaware em relação a outros estados dos EUA (ELSON, 2017).

CONAWAY (2008)⁴⁸ aponta que o sucesso de Delaware decorre da seguinte multiplicidade de fatores: (1) as leis de Direito Societário avançadas e flexíveis; (2) a sofisticação do Tribunal de Chancelaria de Delaware (*Court of Chancery*) e de seu tribunal de revisão, a Suprema Corte de Delaware; (3) uma Secretaria de Estado acessível e eficiente; e (4) uma perspectiva geral de que Delaware é um fórum sofisticado e justo para as empresas.

As empresas constituídas em Delaware estão sujeitas ao *Delaware Limited Liability Company Act* (“DLLCA”), no caso das *LLCs* ou outras formas de organização, ou à *Delaware General Corporation Law* (“DGCL”), no caso das *Corporations* (ou *C-Corps*), sendo ambas reconhecidas por conferirem alto grau de flexibilidade às empresas, empreendedores e administradores, para regularem seus próprios negócios. A lógica adotada é que, por um lado, a legislação em matéria de Direito Societário deve oferecer normas-padrão adequadas e eficientes, poupando as partes contratantes de uma barganha custosa e demorada para definir todas as regras da relação societária, reduzindo os custos de transação. Por outro lado, se as partes desejarem realizar tal barganha, a elas deve ser conferida a flexibilidade necessária para alcançarem o arranjo mais adequado às suas necessidades.

Um exemplo paradigmático dessa flexibilidade é que, segundo a DLLCA, a LLC pode atribuir a seus sócios diferentes classes, cada uma com seus respectivos direitos, deveres e vantagens, sendo possível, inclusive, limitar direitos de voto ou estipular a forma como o direito de voto é exercido. Por exemplo, deliberações sociais podem ser realizadas entre diferentes classes de sócios. A mesma flexibilidade é conferida à organização dos órgãos de administração da empresa, em que também é possível definir diferentes classes de

⁴⁷ ELSON, Charles, M. Why Delaware Must Retain Its Corporate Dominance and Why It May Not, University of Delaware - John L. Weinberg Center for Corporate Governance, 2017. Disponível em < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2938704>.

⁴⁸ CONAWAY, Ann E. **Lessons to Be Learned: How the Policy of Freedom to Contract in Delaware's Alternative Entity Law Might Inform Delaware's General Corporation Law**. Widener University Delaware Law School, 2008. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1310383. Acesso em fev. 2025.

administradores, assim como comitês e conselhos diversos, cada um com suas respectivas atribuições e deveres.

Já na DGCL, a seção 141(a) determina, como regra geral, que os negócios da sociedade sejam administrados por um *board of directors* (órgão semelhante ao conselho de administração previsto na LSA)⁴⁹, porém admite expressamente que o estatuto social da empresa disponha de forma diversa. Desse modo, é possível atribuir poderes de gestão a outro órgão ou, inclusive, prescindindo de um *board*, apesar de não se tratar de opção comum.

Outro exemplo é a seção 151(a) DGCL, que autoriza a criação de múltiplas classes ou séries de ações, cada qual com direitos econômicos e políticos específicos, com ampla liberdade para estipulação desses, desde que tais características constem do estatuto social ou de deliberação de emissão de tais ações⁵⁰. Em complemento, a seção 212 permite atribuir a cada ação mais ou menos de um voto. Assim, pode-se instituir ações com direito de voto, mas sem vantagens econômicas em relação às outras, ou, em sentido inverso, ações com alguma vantagem patrimonial e destituídas de voto, ou, ainda, ações com vantagens políticas e patrimoniais.

Essas disposições revelam uma orientação do Direito Societário de Delaware à maximização da autonomia contratual, permitindo que as empresas constituídas lá adaptem, de acordo com seus interesses e particularidades, sua estrutura de governança corporativa, estratégias de captação de investimento, manutenção de controle acionário e proteção dos interesses de fundadores e investidores (WELCH e SAUNDERS, 2008)⁵¹.

Nesse sentido, o artigo §18-1101(b) da DLLCA menciona expressamente que a legislação tem como objetivo conferir a eficácia máxima ao princípio da autonomia privada

⁴⁹ § 141. Board of directors; powers; number, qualifications, terms and quorum; committees; classes of directors; nonstock corporations; reliance upon books; action without meeting; removal.

(a) The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation. If any such provision is made in the certificate of incorporation, the powers and duties conferred or imposed upon the board of directors by this chapter shall be exercised or performed to such extent and by such person or persons as shall be provided in the certificate of incorporation.

⁵⁰ § 151. Classes and series of stock; redemption; rights.

(a) Every corporation may issue 1 or more classes of stock or 1 or more series of stock within any class thereof, any or all of which classes may be of stock with par value or stock without par value and which classes or series may have such voting powers, full or limited, or no voting powers, and such designations, preferences and relative, participating, optional or other special rights, and qualifications, limitations or restrictions thereof, as shall be stated and expressed in the certificate of incorporation or of any amendment thereto, or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in it by the provisions of its certificate of incorporation. [...]

⁵¹ WELCH, Edward P.; SAUNDERS, Robert S., Freedom And Its Limits In The Delaware General Corporation Law. Delaware Journal of Corporate Law (DJCL), Vol. 33, No. 3, 2008. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=1314058>>.

e aos acordos firmados no contexto das LLC⁵². As alíneas subsequentes desse artigo estipulam até mesmo a possibilidade de exonerar sócios ou administradores específicos de qualquer responsabilidade pela quebra de deveres fiduciários perante outros sócios, administradores ou a própria empresa. A mesma disposição não existe na DGCL e casos anteriores dirimidos pela corte de Delaware apontam para um rigor maior em relação à exoneração dos deveres fiduciários de acionistas majoritários e administradores das *C-Corps*, sendo necessária, por vezes, uma análise casuística, levando em consideração princípios de Direito Societário, o grau de sofisticação das partes contratantes, as suas intenções originais, entre outros elementos.

Em Delaware, os conflitos societários são submetidos à *Court of Chancery*, originada em 1792, que tem como característica marcante ser um tribunal de Equidade e não de Direito. Portanto, os casos não são julgados perante um júri popular, mas sim chanceleres. Isso é relevante no contexto dos EUA, pois, quando há um júri, as partes litigantes têm o trabalho adicional de educar o júri a respeito das leis e suas possíveis interpretações diante do caso concreto, enquanto o mesmo não é necessário diante de um chanceler com comprovado saber jurídico em conflitos societários. Essa característica em especial não foi adotada com o objetivo específico de fomentar a constituição de empresas no estado, na verdade, é considerada um resquício da tradição jurídica inglesa⁵³. Os chanceleres escolhidos após um processo que conta com a participação de autoridades dos Poderes Executivo e Legislativo estaduais e da associação de advogados local (a *Delaware State Bar*). Uma comissão formada por membros indicados pelo governador e o presidente da Delaware State Bar foram uma lista de ao menos três candidatos, cabendo ao governador a escolha dos nomeados, que posteriormente serão confirmados pelo senado estadual⁵⁴. Com o tempo, a *Court of Chancery* desenvolveu expertise na solução de conflitos societários. A sua reputação incentivou a submissão de mais conflitos ao tribunal, que, como consequência, refinou ainda mais o corpo de precedentes e a jurisprudência da corte.

⁵² Na redação original: “§ 18-1101. **Construction and application of chapter and limited liability company agreement.** (b) It is the policy of this chapter to give the maximum effect to the principle of freedom of contract and to the enforceability of limited liability company agreements.”

⁵³ BLACK, Lewis S. **Why Corporations Choose Delaware**. Delaware Department of State Division of Corporations. Disponível em: https://corpfiles.delaware.gov/pdfs/whycorporations_english.pdf. Acesso em abril de 2025.

⁵⁴ BALLOTPEDIA. “**Judicial selection in Delaware**”. Disponível em: https://ballotpedia.org/Judicial_selection_in_Delaware#Delaware_Chancery_Court. Último acesso em maio de 2025.

2.2. Um contraponto: posicionamentos minoritários contra a suposta superioridade do Direito Societário de Delaware

Muito embora a quantidade de empresas registradas em Delaware ofereça uma constatação objetiva de que o referido estado é o local de constituição preferido pelas empresas e investidores, alguns autores não acreditam na superioridade do direito societário de lá, acreditam que a preferência decorre de fatores práticos e históricos.

Nesse sentido, Carney, Shepherd e Bailey (2011)⁵⁵, defendem que a preferência por Delaware não decorre de uma superioridade objetiva, mas sim da ignorância racional por parte de advogados e investidores. Essa tese é sustentada em dois pilares.

O primeiro deles é a limitação cognitiva dos advogados envolvidos na escolha da jurisdição. A partir de uma pesquisa empírica com mais de 240 profissionais especializados em ofertas públicas iniciais (IPOs), os autores identificaram que a esmagadora maioria conhece apenas o direito societário de Delaware e, eventualmente, de seu estado de origem. Como as faculdades de Direito e os livros didáticos de direito societário priorizam o ensino da legislação e da jurisprudência de Delaware, os advogados não teriam incentivos concretos para estudar as normas de outros estados — mesmo que essas sejam, em tese, mais vantajosas para seus clientes. Assim, a escolha de Delaware não se baseia em uma análise comparativa entre as opções disponíveis, mas na comodidade de replicar aquilo que já se conhece e que é socialmente aceito como padrão.

O segundo pilar diz respeito à percepção dos investidores, que tendem a atribuir maior confiabilidade a empresas incorporadas em Delaware unicamente porque o estado há muito ostenta essa reputação. Muitos advogados relatam que, ainda que identifiquem alternativas mais eficazes, optam por Delaware para não gerar desconfiança entre potenciais investidores, que poderiam associar a escolha por outra jurisdição a um risco jurídico ou reputacional maior.

Para os autores, os efeitos dessa racionalidade limitada são profundos. Argumentam que a dominância de Delaware cria uma barreira de entrada quase intransponível para os demais estados norte-americanos, eliminando a competição que, teoricamente, deveria melhorar a qualidade do Direito Societário entre todos os estados, por meio de uma “corrida

⁵⁵ CARNEY, W. J.; SHEPHERD, G. B.; BAILEY, J. S. **Lawyers, Ignorance, and the Dominance of Delaware Corporate Law**, Public Law & Legal Theory Research Paper Series Research Paper No. 11-171, Law & Economics Research Paper Series Research Paper No. 11-118, Emory University School of Law, 2011.

para o topo”, em que cada estado estaria incentivado a propor inovações ou diferenciar-se dos demais para a atração de novas empresas.

Mais recentemente, Rhee (2023)⁵⁶ também criticou o argumento de superioridade normativa de Delaware, caracterizando-a como um artefato simbólico, não refletindo sua efetiva influência sobre as decisões gerenciais ou o valor das companhias registradas no estado. O autor sustenta que as disputas societárias mais importantes são resolvidas a partir da interpretação de cláusulas contratuais específicas ao caso em discussão, e não das disposições da DLLCA e da DGCL propriamente ditas. Em outras palavras, a customização contratual teria substituído a legislação padrão, tornando-a residual. O autor ainda questiona a eficácia da jurisprudência da *Court of Chancery*, sugerindo que a sofisticação técnica atribuída às decisões da corte não resulta em mais previsibilidade sobre suas decisões. Na prática, investidores e administradores tomam decisões baseadas em racionalidades de mercado e estruturas contratuais delineadas com assessoria especializada, sendo a escolha de Delaware explicada muito mais por convenções de mercado e efeitos de rede do que por uma avaliação racional da qualidade das suas normas de Direito Societário.

Rhee (2023) propôs uma análise empírica da evolução do preço das ações de companhias registradas em Delaware em comparação àquelas registradas em outros estados e não identificou qualquer prêmio conferido ao valor de mercado das empresas constituídas no primeiro. Para o autor, se o simples fato de a empresa estar constituída em Delaware resultasse, objetivamente, em um aumento do seu valor de mercado, diversas empresas registradas em outros estados se relocariam para Delaware, pois essa possibilidade existe no contexto estadunidense. Por fim, se a constituição em Delaware fosse um fator objetivo de incremento do valor de mercado de uma empresa, isso seria mencionado em larga escala em avaliações financeiras e nos prospectos enviados à *Securities Exchange Commission* para negociação pública de valores mobiliários, o que não ocorre.

A metáfora final do autor é que o Direito Societário de Delaware seria o equivalente jurídico a um sistema operacional antigo, que sobrevive não pela sua superioridade técnica, mas pela dificuldade de seus usuários de migrar para alternativas novas e mais eficientes.

Contemporaneamente à escrita deste trabalho, observou-se o movimento de algumas empresas estadunidenses deixando o estado de Delaware para se registrarem em outras

⁵⁶ RHEE, R. J. **The Irrelevance of Delaware Corporate Law**. 48th Journal of Corporation Law 295. University of Florida Levin College of Law Research Paper No. 23-5, 2023. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=4195105>>.

jurisdições dos EUA, devido a alegadas insatisfações com decisões recentes da *Court of Chancery*.

O movimento pode ter sido iniciado com a decisão judicial proferida em uma ação movida contra a empresa de veículos elétricos Tesla, em 2024⁵⁷. Na ocasião, foi contestado judicialmente o pagamento de 55 bilhões de dólares a Elon Musk, detentor de 13% das ações da companhia e ocupante do cargo de diretor executivo. Em 2018, a Tesla havia aprovado plano de pagamentos que especificava que Musk não receberia qualquer salário pelo desempenho da função de diretor executivo. Contudo, se a companhia multiplicasse seu valor de mercado por 10, Musk faria jus a um bônus.

A meta de valor de mercado foi atingida, porém o pagamento foi contestado por um acionista, alegando que Musk e o comitê instaurado para a deliberação agiram em conflito de interesses. A *Court of Chancery* entendeu que Musk agiu como controlador naquela transação específica (“*transaction-specific control*”) e que os membros do comitê de aprovação do plano detinham laços de proximidade com Musk. Desse modo, a aprovação falhou o teste de “*entire fairness*”, segundo o qual o comitê deveria ter observado deveres fiduciários à companhia e aos demais acionistas, tanto no processo de aprovação (*fair dealing*) quanto no valor concedido (*fair price*). Em dezembro de 2024, Musk buscou e obteve a ratificação dos acionistas da Tesla ao plano de pagamentos, mas essa deliberação também teve seus efeitos sustados pela *Court of Chancery*, que não encontrou, na DGCL ou na sua própria jurisprudência, base legal que permitisse a ratificação de atos de diretores pelos acionistas posteriormente a uma decisão da corte pela anulação da deliberação.

Após o ocorrido, Musk declarou publicamente em suas redes sociais que desaconselhava a constituição de empresas em Delaware e reconstituiu duas outras empresas das quais é acionistas (a SpaceX e a Neuralink) no estado do Texas. A Meta Platforms, controladora do Facebook, Instagram e WhatsApp, alegou publicamente estar considerando transferir sua incorporação de Delaware para o Texas.

⁵⁷ O imbróglio societário foi acompanhado ostensivamente pela imprensa estadunidense e portais de notícia jurídicos, por exemplo, em: MCCARTER & ENGLISH, LLP. **Delaware Court of Chancery Rejects Elon Musk’s \$55.8B Tesla Compensation Package — Again.** Disponível em: <https://www.mccarter.com/insights/delaware-court-of-chancery-rejects-elon-musks55-8b-tesla-compensation-package-again/>. Acesso em: fev. 2025; REUTERS. **What is next for Musk after judge rules against him in Tesla pay case?** Disponível em: <https://www.reuters.com/legal/what-is-next-musk-after-judge-rules-against-him-tesla-pay-case-2024-12-03>. Acesso em: fev. 2025; REUTERS. **Delaware judge rejects request to restore Elon Musk’s \$56 billion Tesla compensation.** Disponível em: <https://www.reuters.com/legal/delaware-judge-rejects-request-restore-elon-musks-56-billion-tesla-compensation-2024-12-02/>. Acesso em: fev. 2025.

Em resposta a esse movimento, a assembleia legislativa e o senado do estado de Delaware aprovaram projeto de lei visando a reformas na legislação societária, com o objetivo de conferir mais clareza e previsibilidade para transações envolvendo diretores, administradores e acionistas e impor critérios mais rigorosos para que acionistas solicitem informações financeiras da companhia. A *Senate Bill 21* foi sancionada pelo governador Matt Meyer em março de 2025⁵⁸.

A nova lei alterou as seções 144 e 220 da DGCL para reforçar a proteção de transações com partes relacionadas, incluindo acionistas controladores, desde que aprovadas por diretores ou acionistas desinteressados. A norma também clarificou definições-chave, como “diretor independente” e “acionista controlador”, e limitou sua responsabilidade a casos de má-fé ou obtenção de benefício indevido. Já na seção 220, SB 21 restringiu o acesso de acionistas a documentos internos, excluindo e-mails e comunicações informais, e exigindo maior especificidade no pedido.

Defensores alegam que a medida favorece a previsibilidade e afasta litígios oportunistas; críticos, por outro lado, denunciam um fortalecimento excessivo do poder dos conselhos e controladores, em detrimento da transparência e dos direitos dos acionistas minoritários. Na ocasião, Meyer prestou declaração com o objetivo de reafirmar o preparo da jurisdição de Delaware para lidar com os diversos desdobramentos do cotidiano das empresas e o seu comprometimento com todos os participantes do mercado.

Não obstante os eventos recentes envolvendo companhias de relevante envergadura, como a Tesla e a Meta, não há evidência suficiente para considerarmos que houve qualquer modificação no status de Delaware enquanto a jurisdição preferida por empresas, seus acionistas e seus administradores, nem que tenham sido perdidos os fundamentos para o alcance desse status perante os agentes do mercado.

Ademais, em que pese as duras críticas de Carney, Shepherd e Bailey (2011) e Rhee (2023) à suposta superioridade normativa de Delaware, acreditamos que há mais argumentos que atestam a dita superioridade do que a colocam em dúvida.

Por um lado, evidenciamos que a superioridade de Delaware decorre de uma série de fatores e acontecimentos, incluindo eventos fortuitos, como a migração de empresas, no final

⁵⁸ MAYER BROWN. **Delaware Changes Its Corporate Law: What Litigators and Clients Need To Know About Senate Bill 21** Disponível em: <https://www.mayerbrown.com/en/insights/publications/2025/04/delaware-changes-its-corporate-law-what-you-should-know-about-senate-bill-21>. Acesso em junho de 2025.

do século XIX, de Nova Iorque e Nova Jérsei para Delaware — jurisdição vizinha e que ainda adotava a legislação tida como ultrapassada e o modelo de tribunal de Equidade.

Por outro lado, também houve estratégia e esforços direcionados dos representantes do estado de Delaware, ao longo de anos, para a consolidação deste como um polo para constituição de empresas, pois esse fenômeno passou a representar parcela significativa da arrecadação do estado.

Além disso, é evidente que a superioridade ou ao menos a preferência dos agentes pela constituição em Delaware gerou efeitos de rede: (i) empresas e investidores, racionalmente ou não, seguiram uma tendência mercadológica e interpretaram a constituição em Delaware como uma vantagem competitiva; (ii) um alto volume de empresas registradas no estado levou à necessidade de desenvolver sistemas e procedimentos cada vez mais eficazes para gerir a interação com esses administrados e jurisdicionados; (iii) advogados passaram a estudar as leis e jurisprudência do estado; (iv) surge a necessidade de nomear chanceleres qualificados para integrar a *Court of Chancery*, renomada por suas decisões sofisticadas; entre outros elementos.

2.3. Os tipos societários no Brasil e nos EUA e sua aplicabilidade ao financiamento de startups

Como mencionado anteriormente, as startups adotam um entre dois tipos societários. Nos EUA, constituem-se como Limited Liability Company (LLC) ou Corporation (C-corp); no Brasil, como sociedade limitada (LTDA) ou sociedade anônima (S.A.). A LLC e LTDA, bem como a C-corp e S.A., apresentam semelhanças entre si, mas certamente não são tipos societários equivalentes. Adiante, exploraremos alguns aspectos de cada tipo societário que são pertinentes para o modelo de startups financiadas por *venture capital*.

São duas as semelhanças fundamentais encontradas em todos os quatro tipos societários mencionados: (i) a limitação da responsabilidade do sócio ou acionista ao valor investido na empresa; (ii) e a autonomia patrimonial entre o sócio ou acionista e a empresa, criando-se centros distintos de direitos e obrigações com hipóteses excepcionais de responsabilidade solidária ou subsidiária.

A Limited Liability Company (LLC) é considerada uma entidade jurídica autônoma, diferentemente de outras formas de associação presentes nos EUA, como as *general*

*partnerships*⁵⁹ e as *limited partnerships*⁶⁰. A LLC combina características de sociedades de pessoas e de capital, podendo ser constituídas por uma ou mais pessoas naturais ou jurídicas. Há grande flexibilidade na atribuição de deveres e competências aos órgãos da administração, bem como direitos e obrigações aos sócios (chamados de “*members*”). O *operating agreement* é o instrumento que especificará todas as particularidades da LLC, incluindo a distribuição de lucros, deveres fiduciários dos administradores e sócios, direitos de voto e cláusulas de saída, entre outras. O capital social da LLC não é dividido em quotas, como a LTDA, mas deve ser atribuída a participação de cada sócio no resultado da empresa (ROSSI, 2017)⁶¹.

É possível dizer que a LLC se assemelha à LTDA brasileira porque ambas podem se apresentar tanto como uma “sociedade de pessoas” ou uma “sociedade de capital”, como se possuíssem uma natureza híbrida. Esses tipos societários podem ser utilizados por dois empreendedores que decidem desenvolver atividade empresária, por exemplo, um restaurante, sendo um deles responsável por chefiar a operação da cozinha, elaborar as receitas e os cardápios e garantir o controle de qualidade dos pratos servidos, enquanto o outro se ocupa de todos os aspectos gerenciais do negócio. Nesse exemplo, é nítido que cada um dos sócios desempenha função fundamental no negócio e a ausência de um pode significar o fim do empreendimento como é conhecido, sendo fácil vislumbrar a empresa como uma sociedade de pessoas. Por outro lado, também pode se utilizar dos regramentos da LLC e da LTDA para constituir uma holding controladora de diversas outras sociedades empresárias e que, por sua vez, tem como sócios diversas outras pessoas jurídicas, formando uma estrutura societária de grande complexidade e com governança corporativa estruturada em diferentes órgãos de deliberação e administração.

⁵⁹ As General Partnerships representam uma forma societária tradicional e desprovida de personalidade jurídica separada no direito dos Estados Unidos, caracterizando-se pela constituição automática sempre que duas ou mais pessoas (*partners*) passam a exercer conjuntamente uma atividade empresarial com finalidade lucrativa, salvo estipulação em contrário. São tratadas como entidades transponíveis (*pass-through entity*), com alocação proporcional dos lucros e prejuízos aos sócios, os quais os reportam em suas declarações individuais de imposto de renda (ROSSI, 2017).

⁶⁰ As Limited Partnerships oferecem uma estrutura híbrida em que haverá pelo menos um sócio de responsabilidade ilimitada (general partner), responsável pela administração e pelas obrigações da sociedade, e um ou mais sócios de responsabilidade limitada (limited partners), cuja responsabilidade restringe-se ao valor de sua contribuição, desde que não participem da gestão do negócio. As Limited Partnerships também se aplica o regime *pass-through*, sendo os lucros e perdas alocados diretamente aos sócios, conforme o partnership agreement (ROSSI, 2017). Essa é a forma de associação comumente utilizada por fundos de investimento de *private equity* e venture capital.

⁶¹ ROSSI, Isabella Marcondes. *Diferenças entre os tipos societários no Brasil e nos Estados Unidos*. São Paulo, 2017. Monografia apresentada ao Programa LL.M. em Direito Societário do Insper.

No direito brasileiro, houve uma construção jurisprudencial que permite o direito à retirada imotivada por quebra do ânimo de ser sócio (*affectio societatis*) entre um ou mais integrantes — o que, a nosso ver, caracterizaria a LTDA como uma sociedade de pessoas. Por outro lado, a LTDA pode, hoje, lançar mão de alguns mecanismos antes presentes somente no contexto das S.A., como as quotas preferenciais, o conselho de administração, o conselho fiscal e as quotas em tesouraria — o que, a nosso ver, caracterizaria a empresa como uma sociedade de capital.

Uma LTDA é regida essencialmente pelos artigos 1.052 e 1.087 do CC, mas pode ser regida supletivamente pelo capítulo do mesmo código que trata das sociedade simples ou pela Lei das S.A., vide o art. 1.053 do CC, *caput* e parágrafo único⁶². Ainda sobre a regência supletiva a Instrução Normativa nº 38/2017 do DREI estipula que presumir-se-á a aplicação supletiva da Lei das S.A. nas LTDAs que utilizarem “qualquer instituto próprio das sociedades anônimas”, incluindo aqueles mencionados logo acima⁶³. É evidente, portanto, o caráter híbrido da LTDA, podendo apresentar-se como sociedade de pessoas ou de capital.

Uma diferença relevante entre a LLC de Delaware e a LTDA brasileira é o regime tributário aplicado a cada uma. As LLC são entidades *pass-through*, que aqui traduziremos como “transponíveis”, significando que os lucros e prejuízos da empresa são diretamente atribuídos aos seus sócios. Os lucros atribuídos aos sócios serão tributados uma única vez, quando distribuídos a eles, enquanto os prejuízos poderão ser declarados para dedução da cobrança de outros tributos de responsabilidade daqueles sócios em outros empreendimentos. Desse modo, aquele que é sócio de duas empresas, A e B, pode obter um desconto nos impostos que teria de pagar pelo resultado positivo da empresa A diante dos prejuízos da empresa B. No Brasil, a LTDA é tributada conforme a receita por ela auferida (incidência de PIS, COFINS, IRPJ e CSLL) e pela comercialização de produtos ou serviços (ICMS ou ISS, respectivamente), mas não haverá tributação na distribuição de lucros aos seus sócios.

As C-corps, assim como a S.A., têm seu capital social dividido em ações, que poderão ser ordinárias ou preferenciais e de classes distintas. Ambas apresentam como premissas —

⁶² 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.

⁶³ Nos termos da IN 38/2017 do DREI: “O contrato social poderá prever a regência supletiva da sociedade limitada pelas normas da sociedade anônima, conforme art. 1.053, parágrafo único do Código Civil. Para fins de registro na Junta Comercial, a regência supletiva: I - poderá ser prevista de forma expressa; ou II- presumir-se-á pela adoção de qualquer instituto próprio das sociedades anônimas, desde que compatível com a natureza da sociedade limitada, tais como: a) Quotas em tesouraria; b) Quotas preferenciais; c) Conselho de Administração; e d) Conselho fiscal”.

pelo menos, em teoria — a separação entre propriedade e controle, existência de órgãos colegiados e vocação para captação de recursos pela emissão de novas ações, seja no mercado público (bolsa de valores) ou privado. Tanto nos EUA como no Brasil, a empresa deve estar constituída como uma C-corp ou uma S.A. para a negociação de seus ativos na bolsa de valores.

As C-corps são tributadas conforme as receitas auferidas e seus acionistas também deve recolher impostos sobre eventuais lucros recebidos. Por isso, por vezes esse sistema é acusado de bitributação pelos acionistas. As S.A. estão sujeitas às mesmas regras aplicáveis às LTDA, recolhem impostos sobre a receita auferida (PIS, COFINS, IRPJ e CSLL) e pela comercialização de produtos ou serviços (ICMS ou ISS, respectivamente), com a exceção de que não podem aderir ao regime simplificado instituído pela Lei Complementar nº 123/2006, o Simples Nacional⁶⁴.

As startups estadunidenses financiadas por VC são geralmente constituídas como C-corps, diferentemente das empresas nascentes tradicionais, que geralmente são constituídas como LLCs (POLSKY, 2019)⁶⁵.

Segundo KUPOR (2019), a C-Corp é mais adequada ao modelo de negócios de startups porque essas empresas estão focadas, majoritariamente, na construção de valor a longo prazo e não na distribuição imediata de lucros aos seus sócios. Em outras palavras, a bitributação só é um problema se houver lucros a distribuir aos sócios, e, como vimos no Capítulo 1, essa não é a realidade da maioria das startups. Quando o resultado operacional de uma startup é positivo, geralmente prefere-se o reinvestimento de tal lucro para sustentar o crescimento acelerado da empresa. Kupor reconhece que alguns empreendedores cogitam iniciar suas empresas como *pass-throughs* e migrar para C-Corps posteriormente, mas aponta que isso raramente acontece na prática, dada a complexidade do processo de transformação de um tipo societário para o outro, nos EUA.

Ainda no âmbito fiscal, a estrutura de C-Corp seria mais segura para os quotistas dos fundos de VC que investem nas startups, especialmente aqueles isentos de tributos, como universidades e fundações. Isso porque o investimento em entidades *pass-through* pode comprometer o status fiscal desses quotistas, gerando tributação, a chamada *Unrelated*

⁶⁴ O Simples Nacional é um regime tributário brasileiro facultativo e simplificado, voltado para microempresas e empresas de pequeno porte, que unifica o recolhimento de diversos tributos federais, estaduais e municipais em uma única guia, com alíquotas progressivas conforme a receita bruta anual, até o limite de R\$ 4.800.000,00 ao ano. As S.A., contudo, não podem optar pelo Simples Nacional, conforme vedação expressa no artigo 3º, §4º, inciso II, da Lei Complementar nº 123/2006, independentemente do seu porte ou faturamento.

⁶⁵ POLSKY, 2019, p. 415

Business Income Tax (UBIT). Desse modo, os fundos de VC exercem pressão para que as startups adotem o modelo de C-corp imediatamente antes da captação de recursos perante os fundos (POLSKY, 2019; KUPOR, 2019).

Não obstante, Allen et al (2021) apresentam contraponto à adoção da C-corp por startups, sobretudo aquelas em estágios iniciais, pois acreditam que essa escolha gera um gasto tributário de, em média, 4,9% do capital investido na empresa. Os autores chegaram a esse resultado a partir da análise de relatórios de receita operacional fornecidos em momento anterior ao IPO.

A nosso ver, mais importante que a economia tributária, é o fato de a C-Corp enquanto tipo societário compreender uma gama maior de mecanismos que são frequentemente utilizados por startups e encontram respaldo nas leis, jurisprudência dos tribunais estadunidenses e práticas de mercado, por exemplo, a concessão de *stock options* para os seus funcionários e a emissão de diferentes classes de ações ordinárias e preferenciais para seus investidores. Esses arranjos, embora possíveis no contexto das LLCs, por meio da atribuição de direitos e prerrogativas específicos em acordos, são certamente incomuns aos olhos dos agentes que atuam no mercado, resultando em insegurança jurídica quanto à validade e exequibilidade de tais acordos (POLSKY, 2019).

Polsky (2019) também evidencia outras razões de ordem prática para a prevalência da adoção do regime das C-Corp, mesmo que seja possível usufruir de uma economia tributária maior em cenários específicos envolvendo startups constituídas como LLCs. A título de exemplo, o uso de C-Corps simplifica significativamente a remuneração de executivos e funcionários detentores de *stock options*. Isso porque esse mecanismo é típico das C-Corps e não gera óbice para o pagamento de salários a executivos ou funcionários. Por outro lado, nas LLCs, um funcionário não pode ser detentor de participação societária na empresa, sob pena de ser considerado “sócio autoempregado”. Ademais, a adoção do regime C-Corp também simplifica o cumprimento de declarações fiscais, nomeadamente o formulário K-1, que deve ser preenchido por cada um dos investidores da startup sob o regime das LLCs. No contexto de startups que operam com dezenas de investidores e constantes rodadas de captação, esses pequenos detalhes se somam, gerando complexidade administrativa e custos de transação que os agentes envolvidos buscam evitar. Apesar de todos esses apontamentos, Polsky (2019) reconhece que o regime das LLCs é mais recente que o das C-Corps e que há ainda muito espaço para amadurecimento dos agentes econômicos, das leis e da jurisprudência dos tribunais, de modo que não exclui a possibilidade de um dia sua adoção no contexto das startups ser mais comum.

A adoção do regime C-Corp também contribuiria para reduzir custos de transação entre os empreendedores e os investidores, pois advogados especializados no ecossistema de *venture capital* norte-americano já dispõem de minutas contratuais, modelos e procedimentos bem consolidados para constituição, administração e captação de recursos em C-Corps. Como consequência, a escolha pelo regime das LLCs, em tese, importaria a necessidade de negociações mais longas, revisões mais cuidadosas e gestão mais atenta de riscos derivados da insegurança jurídica do modelo. Considerando que investidores aportam seus recursos em diversas startups, cientes de que maioria delas não gerará retorno, há uma demanda por um processo de contratação com o empreendedor fluído e padronizado. Para Allen et al (2021), esse seria um quadro de histerese — isto é, a permanência de um padrão ineficiente devido aos altos custos da migração para um outro padrão que não conta com a aprovação dos demais agentes participantes do ecossistema. Também haveria relevantes custos na tentativa de coordenar tais agentes para a escolha de um novo modelo mais racional.

As percepções de Kupor (2019) e Polsky (2019) estão alinhadas com a análise de dados feita por Allen et al (2021)⁶⁶. Em uma amostra de 1.155 startups financiadas por VCs e que realizaram IPOs entre 1997 e 2014, 98% estavam organizadas como C-corps. Apenas 58 empresas (aproximadamente 5% da amostra) iniciaram como *Limited Partnerships* ou LLCs, das quais cerca de 66% migraram para a estrutura de C-corp, geralmente dentro de 30 dias após receberem financiamento de VC.

Por tudo exposto, é possível afirmar que, muito embora já tenha sido evidenciada, ao menos em tese, uma maior economia tributária na utilização do modelo de LLCs por startups para a captação de recursos perante investidores, o regime das C-corps continua sendo o preferido por empreendedores e investidores pelas

No Brasil, a LTDA e S.A. estão sujeitas a uma mesma carga tributária sobre suas receitas, exceto no caso da LTDA enquadrada no regime do Simples Nacional, considerando que a S.A. é impedida de aderir a tal regime. Essa restrição às S.A. não é leviana. Na verdade, podemos argumentar que essa proibição é fator determinante para que algumas startups decidam se constituir como LTDA até que tornem impossibilitadas de aderir ao Simples Nacional, que pode ocorrer pela constatação de alguma característica proibitiva do regime, exemplificativamente: a superação do limite de receita anual de R\$ 4.800.000,00, o ingresso de um sócio pessoa jurídica no quadro societário, a existência de benefícios fiscais mais

⁶⁶ ALLEN, Eric J. et al. *On the tax efficiency of startup firms*. Review of Accounting Studies (forthcoming), 2022. p. 1-25.

vantajosos incompatíveis com o regime unificado, a adoção de mecanismos exclusivos das S.A., entre outros casos.

Outra diferença, ainda na seara fiscal, é a tributação do ágio em eventos de aumento de capital. Em suma, no aumento de capital com a emissão de novas quotas ou ações, se o preço pago por cada uma for superior ao seu valor nominal, haverá ágio, que é passível de tributação na LTDA, mas não na S.A., devido a uma previsão legal específica e um entendimento, a nosso ver, equivocado da Receita Federal. Tratamos sobre isso em mais detalhes no capítulo 2. Essa diferença, por vezes, justifica a transformação de uma LTDA em S.A..

A respeito disso, vale dizer que o procedimento de transformação, no Brasil, parece-nos mais simples do que nos EUA⁶⁷, pois não é necessário realizar procedimento de dissolução ou liquidação para o ato⁶⁸. No caso de transformação de LTDA para S.A., bastará a apresentação, à junta comercial do estado em que a empresa estiver registrada, da ata de deliberação social aprovando a transformação, o estatuto social, os boletins de subscrição de ações, os termos de posse dos diretores e o recém-criado livro de registro de ações, devendo especificar as condições em que as quotas sociais serão convertidas em ações. Na via inversa, deve ser apresentada ata da assembleia geral que aprovou a transformação e a minuta aprovada para o contrato social, também sendo necessário especificar como as ações serão convertidas em quotas sociais⁶⁹. Em ambos os casos, a transformação deverá ser aprovada por todos os sócios ou acionistas, exceto se houver previsão anterior no contrato ou estatuto social.

No contexto das startups, é comum que todos os sócios anuem com a futura transformação em S.A. na ocasião da celebração de contratos com investidores-anjo ou fundos de VC. A transformação geralmente ocorrerá diante de algum evento de liquidez,

⁶⁷ Segundo POLSKY (2019, p. 441), a transformação de uma C-Corp em LLC exigiria uma liquidação da startup e desencadearia dupla tributação, pois o valor da startup seria considerado ganho líquido para a LLC.

⁶⁸ O CC/2002, ao tratar da transformação da LTDA, estipula o seguinte: “Art. 1.113. O ato de transformação independe de dissolução ou liquidação da sociedade, e obedecerá aos preceitos reguladores da constituição e inscrição próprios do tipo em que vai converter-se.”. E a LSA, o mesmo, para as S.A.: “Art. 220. A transformação é a operação pela qual a sociedade passa, independentemente de dissolução e liquidação, de um tipo para outro. Parágrafo único. A transformação obedecerá aos preceitos que regulam a constituição e o registro do tipo a ser adotado pela sociedade.”

⁶⁹ Trata-se de entendimento extraído do “Manual de Registro de Sociedade Limitada”, composto a partir das Instruções Normativas publicadas pelo DREI, disponível em: https://www.gov.br/empresas-e-negocios/pt-br/drei/legislacao/instrucoes-normativas/arquivos-instrucoes-normativas-em-vigor/anexo-iv-limitada_link.pdf. Último acesso em maio 2025.

momento em que os investidores detentores de crédito contra a startup poderão converter essa dívida em participação societária (COELHO, 2018)⁷⁰.

Delineados alguns aspectos que distinguem os tipos societários adotados por empreendedores e investidores no contexto das startups estadunidenses e brasileiras, convém investigar em que consiste a definição de tipos societários com previsão legal e em que medida essa demarcação serve ou prejudica a negociação entre empreendedores e investidores.

O Direito Brasileiro estipula alguns tipos societários, divididos entre duas categorias, as sociedades não personificadas e personificadas. São estes: (i) a sociedade em comum (arts. 986 a 990 do CC); (ii) a sociedade em conta de participação (arts. 991 a 996 do CC); (iii) a sociedade simples (arts. 997 a 1.038 do CC); (iv) a sociedade em nome coletivo (arts. 1.039 a 1.044, do CC); (v) a sociedade em comandita simples (arts. 1.045 a 1.051 do CC); (vi) a sociedade limitada (arts. 1.052 a 1.087 do CC); (vii) a sociedade anônima (arts. 1.088 e 1.089, do CC e LSA); (viii) a sociedade em comandita por ações (arts. 1.090 a 1.092 do CC e arts. 280 a 284 da LSA); e (ix) a sociedade cooperativa (arts. 1.093 a 1.096 do CC e Lei 5.764/1971).

Para Magalhães (2014)⁷¹, trata-se de um rol taxativo, de modo que não haveria espaço para os agentes econômicos desenvolverem novos tipos societários a partir do exercício da autonomia privada. Haveria, para o autor, um “princípio da tipicidade societária”, segundo o qual “a ordem jurídica positiva uma série de modelos societários predispostos para que, de acordo com os interesses dos investidores, seja escolhida estrutura mais eficiente para atender aos seus objetivos, desejos e finalidades.” Se, por um lado, no Direito Contratual, podemos falar em tipicidade aberta — em que há contratos típicos e atípicos, estando esses últimos ainda adstritos a regras de aplicação geral a todos os contratos — no Direito Societário a tipicidade seria fechada.

Nesse tocante, vale mencionar o art. 983 do CC/2002, segundo o qual a sociedade classificada como empresária deve ser constituída segundo um dos tipos regulados nos artigos 1.039 a 1.092 do mesmo código, aqueles que citamos acima. Além disso, a sociedade empresária é sujeita a registro perante o Registro Público de Empresas Mercantis (art. 967 do CC/2002), e justamente no ato de registro dos atos constitutivos da sociedade é feita a opção

⁷⁰ COELHO, Giulliano Tozzi. **A Transformação De Sociedade Aplicada Ao Investimento Em Startups**. Revista dos Tribunais, vol. 989/2018, p. 249 – 264, Mar/2018, DTR\2018\10312.

⁷¹ MAGALHÃES, Giovani. **O Princípio da Tipicidade Societária**, in: Revista de Direito Empresarial | vol. 3/2014 | p. 81 - 94 | Maio - Jun / 2014 DTR\2014\2718.

pelo tipo societário e o respectivo regime que regerá as relações internas e externas da sociedade. Não seria possível, no ato de registro, optar por um regime híbrido entre a LTDA e a S.A., por exemplo.

Nesse sentido, Magalhães (2014)⁷² sustenta que são “fatores determinantes da tipicidade societária”: (i) a personalidade jurídica, considerando que há sociedades não personificadas e personificadas; (ii) o ato constitutivo, sendo que a escolha de uma forma específica de ato constitutivo indica a escolha de um tipo societário no ato de registro; (iii) a forma de divisão do capital social, sejam em quotas ou ações; e (iv) o regime de responsabilidade dos sócios, considerando que o Direito Societário estipula tipos societários em que há autonomia patrimonial entre os sócios e a sociedade e outros em que não há, bem como aqueles em que um dos sócios seria o único a responder perante terceiros.

Não obstante, Magalhães (2014)⁷³ pontua que é possível a criação de cláusulas atípicas, desde que não seja maculada a tipicidade societária. Mamede e outros (2024) defende o mesmo, no contexto da escolha de um tipo societário para a estruturação de uma holding familiar⁷⁴. Seria o caso, por exemplo, de uma sociedade LTDA que prevê, em seu contrato social, a adoção de uma reserva legal que será composta, anualmente, por 5% do lucro líquido do exercício até um limite de 20% do capital social, de maneira idêntica à regra contida no artigo 193 da LSA. Essa regra, por si só, não macularia a tipicidade societária, na medida em que não seria necessário, para sua implementação, que a LTDA passasse a dividir seu capital em ações ao invés de quotas sociais.

Gaggini (2016)⁷⁵ aponta que a atividade empresarial por vezes adapta os contornos desses tipos societários para situações concretas. O autor denomina essas adaptações como “situação da sociedade”, isto é, a criação de uma figura diferenciada que não representa um novo tipo de sociedade, apesar de suas características específicas. Segundo o autor, são exemplos de “situação”: “[A] (i) *sociedade unipessoal*, (ii) *sociedade sem sócio*, (iii)

⁷² Ibid p. 5-9.

⁷³ Ibid p. 2.

⁷⁴ Os autores dizem “Isso não significa, contudo, que as sociedades brasileiras sejam, em tudo, padronizadas. Cada tipo societário tem um conjunto mínimo de características, entre elementos obrigatórios e elementos vedados. Atendido esse padrão mínimo, há um amplo espaço para que, nos contratos sociais e nos estatutos sociais, uma cara própria seja dada a cada sociedade”. MAMEDE, Gladston; MAMEDE, Eduarda Cotta; e MAMEDE, Roberta. Holding Familiar e suas vantagens: planejamento jurídico e econômico do patrimônio e da sucessão familiar. 17ª Edição, São Paulo, Atlas, 2025, p. 9.

⁷⁵ GAGGINI, Fernando Schwarz. Peculiaridades do direito societário: os tipos societários versus a situação das sociedades. Revista de Direito Empresarial, São Paulo, v. 13, p. 145–157, jan./fev. 2016. Disponível em: DTR\2016\544.

sociedade de propósito específico, (iv) ME, EPP e sociedade de grande porte, (v) sociedade holding e (vi) joint venture.”

Nesse contexto, segundo os critérios de Gaggini (2016), poderíamos caracterizar as startups brasileiras como uma situação específica de sociedade, pois os empreendedores continuam compelidos a adotar um tipo societário positivado em lei (e, como vimos, optam pelos regimes da LTDA ou da S.A.). Contudo, a partir da autodeclaração da empresa como startup, pressupõe-se que serão atribuídas funções específicas à sociedade, em razão de necessidades, usos e costumes do mercado em que está inserida, além, é claro, das consequências de ordem prática previstas pelo MLSEI.

Apesar de esses autores reconhecerem a possibilidade de as partes contratantes estipularem cláusulas atípicas para a governança da sociedade ou mecanismos típicos de outro tipo societário diferente do formalmente adotado, não enfrentam a tensão que pode surgir quando da relação societária decorrer um conflito, por exemplo, porque as partes decidiram excluir a aplicação de determinado instituto jurídico do regime adotado, mas, diante do conflito, uma das partes alega a invalidade ou ineficácia de tal acordo. Resta-nos um debate relevante no campo do Direito Societário: quais os limites da hermenêutica jurídica diante de um caso concreto de conflito societário? Como devem ser aplicados institutos como o princípio da prevalência da realidade sobre a forma e a vedação ao abuso de direito? Até que ponto a rigidez dos tipos societários serve à dinâmica econômica e não se torna um entrave à autonomia privada?

Frazão e Carvalho (2021)⁷⁶ examinam algumas dessas questões tendo como objeto de estudo a dissolução parcial das sociedades. Os autores apontam que o STJ proferiu uma série de julgados que encampam o entendimento de que qualquer sócio tem direito potestativo de se retirar da sociedade LTDA de prazo indeterminado⁷⁷, mediante dissolução parcial e apuração dos haveres correspondentes a sua participação no capital social, nos termos do

⁷⁶ FRAZAO, A. O.; CARVALHO, Angelo Prata de. **A dissolução parcial de sociedade, o dever de cooperação entre sócios e a contenção ao oportunismo excessivo.** In: Henrique Barbosa; Jorge Cesa Ferreira da Silva. (Org.). A evolução do direito empresarial e obrigacional - 18 anos do código civil. 1ed.São Paulo: Quartie Latin, 2021, v. 1, p. 407-433.

⁷⁷ Os autores tratam especificamente dos seguintes julgados: (i) STJ, REsp 11.294, Rel. Min. Barros Monteiro, Rel. para acórdão Min. Cesar Asfor Rocha, Quarta Turma, julg.19.09.2000, publ. 28.05.2001; (ii) STJ, REsp 247.002, Rel. Min. Nancy Andrigli, Terceira Turma, julg. 04.12.2001, publ. 25.03.2002; (iii) STJ, REsp 419.174, Rel. Min. Carlos Alberto Menezes Direito, Terceira Turma, julg. 15.08.2002, publ. 28.10.2002; (iv) STJ, EREsp 111.294, Rel. Min. Castro Filho, Segunda Seção, julg. 28.06.2006, publ. 10.09.2007; (v) STJ, Ag.Rg. no REsp 1.079.763, Rel. Min.Aldir Passarinho Júnior, Quarta Turma, julg. 25.08.2009, publ. 05.10.2009; (vi) STJ, ERESP 1.079.763, Rel. Min. Sidnei Beneti, Segunda Seção, julg. 25.04.2012, publ. 06.09.2012; e (vii) STJ, REsp 1.400.264, Rel. Min. Nancy Andrigli, Terceira Turma, julg. 24.10.2017, publ. 30.10.2017.

artigo 1.029 do CC/2002. Esse entendimento foi aplicado até mesmo em relação a S.As. de capital fechado quando ausente o ânimo de ser sócio (“*affectio societatis*”).

Nesse ponto, vale mencionar o referido artigo do CC/2002 está contido no capítulo que trata das sociedades simples, cujo regime seria aplicado somente supletivamente às LTDA. Desse modo, a aplicação de tal entendimento às S.As. pode ser considerada construção jurisprudencial bastante relevante, sobretudo sob o fundamento de quebra de *affectio societatis* em uma sociedade tipicamente de capital e não de pessoas.

Frazão e Carvalho (2021)⁷⁸ revelam preocupação com a aplicação de tal entendimento em subversão à lógica pensada para as S.A. e com a equiparação da S.A. de capital fechado em que há vínculos pessoais entre seus acionistas com às sociedades sujeitas ao art. 1.029 do CC/2002. O referido entendimento proporciona uma resolução desequilibrada do conflito societário, na medida em que privilegia um dos vértices da relação triangular formada pelo sócio retirante, o(s) sócio(s) remanescente(s) e a sociedade e desconsidera o dever de cooperação entre os sócios, que deve ser inerente ao contrato de sociedade. Cumpre dizer que os autores reconhecem a complexidade do tema, de modo que não excluem a possibilidade de que, diante de um caso concreto, a dissolução parcial seja a alternativa mais compatível com o dever de cooperação das relações societárias e a inibição de oportunismo excessivo dos agentes.

A nosso ver, nos casos concretos de litígio em que a aplicação de norma específica do tipo societário escolhido pelas partes seja questão central à resolução da controvérsia — por exemplo, admitir ou não a exclusão de um sócio conforme permitido no regime das LTDA e carente de previsão legal no das S.A. — o intérprete da lei deve agir com extrema cautela. Muito embora a realidade possa evidenciar que determinada sociedade mais se assemelha a um tipo societário diferente daquele declarado formalmente no seu ato de constituição, não se pode desconsiderar a hipótese de que os sócios tenham feito uma escolha racional pelo tipo declarado, justamente a partir de um prognóstico dos possíveis cenários decorrentes da relação societária e de uma visão clara das possíveis consequências de cada cenário.

⁷⁸ Ibid. p. 426. Em mais detalhes, nas palavras dos autores: “Sob essa perspectiva, há pelo menos três grandes equívocos na orientação mais recente do STJ a respeito do assunto da dissolução parcial de sociedades: (i) A adoção de parâmetro que, como é o caso da *affectio societatis*, não tem sentido unívoco e coerente para orientar as decisões societárias nem mesmo de sociedades típicas de pessoas e, com maior razão, em sociedades de capitais; (ii) A adoção de parâmetro que, sozinho, é insuficiente para explicar a dinâmica das sociedades por ações, ainda que fechadas, em relação às quais o elemento pessoal não pode ignorar os inúmeros elementos patrimoniais que são característicos do próprio tipo societário e (iii) A equiparação da quebra da *affectio societatis* à impossibilidade de a sociedade atingir o seu fim, quando se sabe que as companhias, qualquer que seja a sua configuração específica, apresentam estrutura organizacional mais robusta exatamente para suportar divergências entre os sócios.”.

No contexto do financiamento de startups pelo *Venture capital*, não são comuns os litígios entre empreendedores e investidores, pelas razões explicitadas no Capítulo 1. Não obstante, entendemos que milita contra um ideal de segurança jurídica que os tribunais possam, diante de um caso concreto, desconsiderar elementos fundantes de determinado tipo societário — por exemplo, tratar a S.A. como sociedade de pessoas, *intuitu personae* e não de capital, *intuitu pecuniae*. Certamente, aos olhos de agentes do mercado de VC em fase de negociação de cláusulas contratuais, será vista como uma vantagem a amplitude da hermenêutica dos tribunais brasileiros, sobretudo ao se debruçarem sobre contratos empresariais, com partes sofisticadas e lastreados em racionalidade econômica.

2.4. Os principais instrumentos contratuais e societários para o financiamento de startups no Brasil e nos EUA

Feita a breve explicação sobre os aspectos do Direito Societário de Delaware e do Brasil no que é pertinente à estruturação de negócios de financiamento de startups, propomos um olhar mais aprofundado sobre as formas de instrumentalização de tais negócios frequentemente utilizadas por empreendedores e investidores.

Nesse sentido, cumpre dizer que o MLSEI foi salutar, em seu art. 5º, ao prever expressamente que “*as startups poderão admitir aporte de capital por pessoa física ou jurídica, que poderá resultar ou não em participação no capital social da startup*”, consignando, ainda, no art. 8º, a limitação de responsabilidade do investidor ao total dos valores aportados, inclusive excluindo-o do alcance do instituto da desconsideração da personalidade jurídica de maneira ampla, nos âmbitos Civil, Trabalhista, Tributário e quaisquer outros, exceto em casos de fraude ou simulação⁷⁹.

O art. 5º do MLSEI ainda se ocupa de apresentar rol exemplificativo de instrumentos para realização de tais aportes, quais sejam: (i) contrato de opção de subscrição de ações ou de

⁷⁹ Art. 8º O investidor que realizar o aporte de capital a que se refere o art. 5º desta Lei Complementar:

I - não será considerado sócio ou acionista nem possuirá direito a gerência ou a voto na administração da empresa, conforme pactuação contratual;

II - não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, e a ele não se estenderá o disposto no art. 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), no art. 855-A da Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943, nos arts. 124, 134 e 135 da Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966 (Código Tributário Nacional), e em outras disposições atinentes à desconsideração da personalidade jurídica existentes na legislação vigente.

Parágrafo único. As disposições do inciso II do caput deste artigo não se aplicam às hipóteses de dolo, de fraude ou de simulação com o envolvimento do investidor.

quotas celebrado entre o investidor e a empresa; (ii) contrato de opção de compra de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e os acionistas ou sócios da empresa; (iii) debênture conversível emitida pela empresa nos termos da Lei das S.A.; (iv) contrato de mútuo conversível em participação societária celebrado entre o investidor e a empresa; (v) estruturação de sociedade em conta de participação celebrada entre o investidor e a empresa; (vi) contrato de investimento-anjo na forma da LC nº 123/2006; e (vii) outros instrumentos que tenham a mesma finalidade.

A seguir, examinaremos os aspectos gerais e limitações de cada um desses instrumentos, com enfoque em entender sua adequabilidade ao investimento em startups, considerando tudo que foi exposto até aqui sobre as especificidades desse tipo de negócio e os objetivos dos agentes econômicos tipicamente envolvidos nele, assim como buscaremos evidenciar elementos qualitativos que atestem segurança jurídica ou a falta dela na utilização desses instrumentos.

2.4.1. Subscrição e integralização de participações societárias pelo aporte ou adiantamento de capital

O primeiro instrumento de financiamento de startups a ser analisado é também o menos sofisticado. Trata-se pura e simplesmente da subscrição e integralização de capital social pelo sócio ou acionista. Por esse procedimento, o sócio ou acionista transfere bens e direitos de sua propriedade à empresa para quitar prejuízos, manter as atividades comerciais ou explorar novas oportunidades.

Primeiramente, cumpre rememorar que o capital social de uma empresa representa o montante inicial aportado pelos sócios ou acionistas para viabilizar suas atividades e assegurar a execução de seu objeto social. Com a evolução da atividade empresarial, o capital social pode ser aumentado ou reduzido, conforme autorizado em lei.

Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira subdividem-na em duas categorias: i. unilateral, que ocorre sem a participação direta dos sócios ou acionistas (a saber, a capitalização de lucros ou reservas ou a aprovação da correção da expressão monetária do capital social); e ii. bilateral, que pressupõe a manifestação de vontade tanto da sociedade quanto dos investidores, já sócios ou não, (como na subscrição de novas quotas ou ações ou a conversão de outros títulos e direitos em participação societária)⁸⁰.

⁸⁰ FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das Companhias. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

Discorrer sobre a capitalização na modalidade unilateral extrapolaria o escopo deste estudo, pois nessa hipótese não há captação de novos recursos para a empresa, apenas a modificação de seu capital social por motivos estratégicos e com lastro em elementos financeiros já materializados (lucros, reservas, correção monetária). A capitalização bilateral, em suas diversas possibilidades, é objeto de análise deste capítulo. Dedicaremos atenção às hipóteses de aumento do capital social com a finalidade de aportar novos recursos financeiros na empresa.

O processo de capitalização ocorre em duas etapas: a subscrição e a integralização de quotas ou ações. A subscrição refere-se à promessa de investimento dos sócios ou acionistas, enquanto a integralização consiste na efetivação desse investimento no patrimônio da empresa.

Nas sociedades limitadas, os sócios decidirão sobre a subscrição e o aumento do capital social, por aprovação de mais da metade do capital social ou por quórum diverso que tenha sido fixado em contrato social ou acordo de quotistas, assegurando-se aos sócios o direito de preferência na subscrição das novas quotas, proporcionalmente às suas participações atuais, conforme o artigo 1.081 do Código Civil.

Nas sociedades anônimas, a companhia poderá emitir novas ações mediante aprovação pela Assembleia Geral, fixando-se os termos da emissão, incluindo o preço das ações. Os acionistas têm direito de preferência na subscrição das novas ações, proporcionalmente à sua participação no capital social, conforme o artigo 171 da Lei nº 6.404/76.

A integralização do capital social, por si só, não é hipótese de incidência de qualquer tributo. Contudo, pode o ser em situações específicas, como é o caso da polêmica incidência de Imposto de Transmissão de Bens Imóveis - ITBI na integralização de capital com bens imóveis de empresa que tenha a atividade econômica preponderante a compra e venda ou a locação ou arrendamento de tais bens. Além disso, caso seja realizado aporte financeiro sem a devida subscrição e aumento de capital, é possível que a operação seja entendida como um contrato de mútuo por uma autoridade ou julgador alheio à realidade da empresa, hipótese em que haveria incidência de Imposto de Renda e Imposto sobre Operações Financeiras (IOF).

Outra hipótese é a tributação do ágio nas sociedades limitadas — isto é, a diferença positiva entre o preço pago por quota na integralização do capital e o seu valor nominal fixado em contrato social.

Nesse sentido, a Receita Federal já exarou entendimentos a respeito da tributação do ágio nas sociedades limitadas como se receita fosse para fins de incidência do Imposto de

Renda⁸¹. O CARF, por sua vez, consolidou tal entendimento em algumas oportunidades, por exemplo, no julgamento do processo 13899.002346/2003-8830, em 7 de outubro de 2014, no qual foi acolhido o recurso da Fazenda Nacional, determinando-se que o ágio decorrente da integralização de quotas de sociedades limitadas deve compor o lucro real para fins de apuração do Imposto de Renda. Esse entendimento foi fundamentado na interpretação estrita do princípio da legalidade tributária, conforme disposto no artigo 150, inciso I, da Constituição Federal, e na ausência de previsão normativa que conceda às sociedades limitadas o mesmo tratamento tributário conferido às sociedades anônimas.

O fundamento jurídico para a não tributação do ágio nas sociedades anônimas encontra respaldo no artigo 38, inciso I, do Decreto-Lei nº 1.598/1977, posteriormente consolidado nos artigos 442, inciso I, do RIR/99 (Decreto nº 3.000/1999) e 520, inciso I, do RIR/2018 (Decreto nº 9.580/2018). Essa normatividade estabelece que o ágio na emissão de ações, quando registrado em reserva de capital, não integra a base de cálculo do lucro real, afastando sua tributação pelo Imposto de Renda. No entanto, essas disposições fazem referência expressa às sociedades anônimas, sem mencionar as sociedades limitadas.

A decisão do CARF enfatizou que o ágio na subscrição de quotas impacta diretamente o patrimônio líquido da sociedade, aumentando o valor patrimonial das quotas existentes, ainda que preserve seu valor nominal. Esse acréscimo patrimonial representa, para a entidade, um ganho, e, diante da ausência de norma legal que determine sua exclusão da base tributável, conclui-se que ele deve compor o lucro real da empresa. O voto vencedor destacou que a legislação tributária não pode ser afastada pela legislação societária ou por simples metodologias contábeis, reforçando o entendimento de que o ágio constitui um incremento de patrimônio sujeito à tributação.

A distinção no tratamento fiscal dispensado às limitadas e às sociedades anônimas é relevante para o financiamento de recursos para startups, pois, como visto, essas necessitam de financiamento externo para desenvolver e expandir suas atividades. Nesse contexto, a emissão de novas quotas ou ações por um preço superior ao valor nominal é mecanismo útil para evitar a diluição dos sócios ou acionistas ante o ingresso de um investidor na sociedade.

⁸¹ É o caso da Solução de Consulta COSIT nº 134 de 10 de maio de 2024, que afastou a aplicação do art. 520 do RIR/18 no caso das sociedades limitadas. “*Os comandos normativos contidos no inciso III e no parágrafo único do art. 520 do RIR/18 são direcionados às pessoas jurídicas constituídas sob a forma de sociedades por ações, não se aplicando às sociedades limitadas.*”. No mesmo espírito, anteriormente, a Solução de Consulta nº 195, de 23.6.1997, que tratou do cômputo do ágio como receita para aferição do lucro real: “*Ementa: ÁGIO NA EMISSÃO DE QUOTAS. Serão computadas na determinação do lucro real as importâncias creditadas a reservas de capital, que o contribuinte com a forma de sociedade por quotas de responsabilidade limitada receber, dos subscritores de quotas de sua emissão, a título de ágio, quando emitidas por preço superior ao valor nominal.*”

A título de exemplo, imaginemos uma startup que possua capital social de R\$ 1 milhão e é avaliada em R\$ 100 milhões em uma rodada de investimentos. Na mesma ocasião, negocia a captação de R\$ 10 milhões de reais para financiar a expansão dos negócios. Caso não fosse possível a emissão de novas quotas ou ações por valores superiores ao seu valor nominal, o investidor passaria a deter 10 milhões de quotas sociais de um total de 11 milhões, isto é, pouco mais de 90% do capital social, diluindo completamente a participação dos fundadores, que passariam a deter 10% do todo. Igualmente inacreditável seria esperar que os fundadores exercessem a prerrogativa de subscrever e integralizar o capital juntamente com o investidor, afinal, havia a necessidade ou a oportunidade de buscar recursos financeiros junto a terceiros.

Insistindo no mesmo exemplo, sendo possível a negociação do preço das quotas ou ações por preço acima de seu valor nominal, a startup poderia emitir 100 mil novas quotas ou ações pelo valor de R\$ 10 reais cada uma, hipótese em que o investidor teria 100 mil quotas ou ações de um total de 1.1 milhão, isto é, pouco menos de 10% do capital social, de modo que os fundadores conservariam o controle da sociedade. A startup, por sua vez, receberia o investimento de R\$ 1 milhão livre de tributação para expandir suas atividades.

Diante dessa complexidade encontrada em nosso ordenamento jurídico, para evitar a tributação do ágio, é comum que contratos celebrados entre fundadores e investidores estabeleçam que a empresa investida seja transformada em sociedade anônima caso tenha sido constituída inicialmente como sociedade limitada. Esse fato será analisado com mais profundidade a seguir, ao tratarmos do contrato de mútuo conversível em participação societária.

2.4.2. Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária

O contrato de mútuo conversível em participação societária é instrumento atípico, híbrido por natureza, pois conjuga elementos do contrato de mútuo previsto no CC/2002 — isto é, empréstimo de bem fungível (dinheiro) — com a possibilidade de conversão da dívida em participação societária — e caso essa hipótese se confirme, o negócio se perfectibiliza tal como se fosse um simples aporte em aumento de capital, com criação de novas quotas ou ações.

É evidente uma dupla natureza, de dívida e de capital. Zirpoli (2023) defende que há uma transmutação da natureza do contrato — de mútuo (típico), para negócio jurídico atípico, híbrido e complexo —, a partir de um exercício de direito subjetivo do investidor⁸².

⁸² ZIRPOLI, Rodrigo Domingos. **Contrato de mútuo conversível em participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2023. (Série Direito Comercial Moderno).

O mútuo conversível já vinha sendo utilizado por investidores e empreendedores desde muito antes da promulgação do MLSEI, como uma adaptação *convertible notes* estadunidenses, conforme evidenciado em Coelho e outros (2016)⁸³ e Zirpoli (2023), que eram utilizadas por investidores e empreendedores entre duas rodadas de investimentos, “como uma ponte”, dada a sua simplicidade e flexibilidade. Com a inexistência de um instrumento equivalente às *convertible notes*, os agentes atuantes no mercado de VC, em exercício criativo, conceberam o conceito de mútuo conversível em participação societária.

Como características gerais do negócio de mútuo conversível, podemos citar: (i) as baixas taxas de juros, inferiores àquelas que podem ser obtidas pela startup junto a instituições financeiras; (ii) a data de vencimento da obrigação de devolução dos valores emprestados, devidamente atualizados na forma do contrato; (iii) a possibilidade de conversão da dívida em participação societária pelo vencimento natural da obrigação ou antecipadamente, condicionada a algum evento de liquidez da startup; (iv) o acordo a respeito do *valuation* da startup investida, inclusive para que se defina o percentual do capital social a que fará jus o investidor no momento da conversão; (v) a limitação da responsabilidade do investidor ao total aportando, não respondendo como os sócios de fato e de Direito da startup; e (vi) o acordo a respeito de garantias e prerrogativas ao investidor, algumas das quais serão utilizadas como ferramenta para que esse influencie na governança da startup, conforme veremos adiante.

O negócio de mútuo conversível confere às partes a possibilidade de não estipularem, na negociação prévia ou na contratação, um valor patrimonial (*valuation*) exato para a startup. Desse modo, tal como ocorre com os instrumentos mais usuais do mercado estadunidense (o *SAFE*, o *KISS* e as *convertible notes*), o único valor certo da transação será o aporte feito pelo investidor. Quando da conversão, o montante aportado, atualizado por correção monetária e juros ou não, será convertido conforme o preço vigente das quotas ou ações da startup, sendo possível estipular desconto para a conversão futura e um teto para o *valuation* da startup (“*valuation cap*”). Caso o valor atribuído à startup supere o teto, aplicar-se-á o teto, em benefício do investidor, que assumiu o risco de diluição somente até determinado valor.

Geralmente, confere-se uma série de garantias e prerrogativas ao investidor. São cláusulas comuns a este instrumento (i) a transformação do tipo societário, de LTDA para S.A.; (ii) a vinculação a futuro acordo de acionistas; (iii) o uso dos recursos financeiros para objetivos específicos e a prestação de contas; (iv) declarações e garantias; (v) prerrogativas quanto à

⁸³ 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.

preservação da participação societária do investidor na startup; (vi) prerrogativas quanto a governança corporativa da startup; entre outras (ZIRPOLI, 2023).

Dentre as declarações e garantias, podemos citar a de que são verdadeiras todas as informações compartilhadas com o investidor anteriormente à realização do aporte financeiro e que certamente influenciaram no cálculo de risco e definição do montante aportado ou a de que a propriedade intelectual em sentido amplo (marcas, patentes, tecnologia) detida pela startup é livre de qualquer ônus, gravame, ação judicial, procedimento ou pleito de terceiros (ZIRPOLI, 2023).

Também é comum que se estipule, para a startup e/ou seus sócios fundadores, obrigações positivas — isto é, que os fundadores ajam de determinada maneira, segundo os desígnios do investidor, por exemplo, que se dediquem exclusivamente às funções que desempenham na startup por determinado período — e negativas — que não revelem a terceiros informações sensíveis da startup ou do próprio contrato de mútuo (“confidencialidade”), de não atuarem direta ou indiretamente em empresas concorrentes (“não concorrência”), pela duração do contrato e por período determinado após a sua extinção (ZIRPOLI, 2023).

Geralmente há, ainda, direitos e obrigações previstos em acordo de sócios ou acionistas que pode constar como documento anexo ao instrumento de mútuo conversível e será plenamente válido e eficaz entre as partes em momento futuro, quando houver a conversão do crédito em participação societária. Nesse sentido, o investidor e a startup ou seus fundadores realizam verdadeira barganha para definição dos direitos e deveres, das obrigações positivas e negativas de cada um, por período determinado ou determinável (ZIRPOLI, 2023).

2.4.3. Contrato de opção de compra ou de subscrição de participação societária

O contrato de opção de compra ou de subscrição de participação societária é o negócio jurídico pelo qual uma sociedade empresária ou um de seus sócios outorga a um terceiro o direito de adquirir quotas ou ações ou subscrever aumento de capital com emissão de novas quotas ou ações, em ambos os casos, por um preço já determinado.

A outorga da opção se dá no presente e o exercício (ou não) de tal direito se dará no futuro. A opção de compra confere uma faculdade ao seu titular e consiste em uma obrigação

de venda daquele que a outorgou⁸⁴. A opção de subscrição segue a mesma lógica, sendo que todos os demais sócios e a sociedade renunciam aos seus direitos de preferência em eventual aumento de capital em favor do investidor, que poderá subscrever as novas quotas ou ações até a quantidade estabelecida em contrato. Por vezes, é possível encontrar, em um mesmo instrumento contratual, opções de compra e de subscrição, que tenham como objetivo conferir ao investidor a prerrogativa de adquirir quotas ou ações da startup até determinado valor ou quantidade, seja pela aquisição destas diretamente de outros sócios ou da tesouraria da startup, seja pelo aumento de capital com emissão de novas quotas ou ações.

O negócio de opção de compra ou subscrição tem semelhanças com o de mútuo conversível em participação societária e pode ser estruturado e instrumentalizado de modo a se buscar o mesmo resultado para o investidor. Isso porque, em ambos os casos, o investidor realiza o aporte financeiro no presente, mas não passa a ostentar a condição de sócio. Somente no futuro, poderá o investidor consolidar sua participação na sociedade, em hipóteses já determinadas, incluindo o seu livre e exclusivo critério.

Um exemplo de contrato de outorga de opção de subscrição estruturado como um de mútuo conversível é aquele praticado no Programa Finep Startup⁸⁵, em 2024. O edital do programa tinha como anexo uma minuta-modelo do contrato a ser firmado entre a Finep e a startup destinatária dos recursos financeiros, assim como todos os seus sócios. A cláusula primeira da minuta explicita se tratar da outorga de um direito irrevogável e irretratável concedido à Finep, que, caso exercido dentro do prazo de até cinco anos contados da assinatura, em hipóteses determinadas, implicará a emissão de ações ordinária sem restrições ao direito de voto ou ações preferenciais com direito de voto. A cláusula oitava impõe à startup e seus sócios uma série de obrigações, como a de obrigação de prestar contas da destinação dos recursos, vinculando-os ao plano de negócios aprovado, confidencialidade, não concorrência e manutenção da estrutura societária.

Essas obrigações e prerrogativas têm como propósito evitar a tomada de decisões que venham a dissipar o valor da startup aos olhos da Finep antes do eventual exercício da opção de compra.

⁸⁴ PIMENTA, Eduardo Goulart. **Startups e instrumentos jurídicos de captação de investimentos**. In: ATHAYDE, Amanda et al. Direito, governança corporativa e startups [recurso eletrônico]; coordenado por Fabrício de Souza Oliveira, José Luiz de Moura Faleiros Júnior. Indaiatuba, SP: Editora Foco, 2024. p. 281-295. ISBN 978-65-6120-064-6. ePUB.

⁸⁵ O programa Finep Startup, promovido pela Financiadora de Estudos e Projetos (Finep), tem por objetivo apoiar empresas inovadoras em estágio inicial de desenvolvimento por meio de aporte direto de capital, visando impulsionar a escala comercial de soluções tecnológicas já validadas. Disponível em: <http://www.finep.gov.br/apoio-e-financiamento-externa/programas-e-linhas/finep-startup>. Acesso em Mai. 2025.

O anexo 1 da minuta trata dos termos mínimos para o acordo de acionistas, que deverá ser negociado entre a Finep e a startup investida e seus fundadores no mínimo seis meses antes do vencimento da opção de compra. Os termos incluem, por exemplo, a proibição da emissão de novas ações ou títulos conversíveis em ação por preço de emissão inferior ao pago pela Finep; o direito de preferência a todos acionistas em caso de venda de ações; o direito da Finep de venda conjunta (“*tag along*”) em caso de oferta para compra das ações dos fundadores; o direito da Finep de nomear uma pessoa para o Conselho de Administração da startup⁸⁶; e poderes de veto em determinadas situações⁸⁷.

Por fim, cumpre citar um elemento curioso do modelo de contrato proposto pela Finep, qual seja, o pagamento de um valor substancial para aquisição da opção de compra e, futuramente, quando do exercício de tal opção, o pagamento de um real, valor puramente simbólico, para aquisição das novas ações da startup investida.

Por tudo exposto, o contrato de outorga de opção de compra de quotas ou ações pode ser construído de maneira quase equivalente ao contrato de mútuo conversível em participação societária, sobretudo no que diz respeito à definição de obrigações positivas e negativas para a startup e seu time fundador e salvaguardas e prerrogativas para o investidor, além do aspecto essencial, que é o deslocamento entre a realização do aporte financeiro e a consolidação do status de sócio.

As únicas duas diferenças que pudemos evidenciar no caso estudado são (i) o diferimento do pagamento à startup em dois momentos: a aquisição da opção de compra e o exercício de tal opção; e (ii) a ausência da natureza de dívida — evidente no contrato de mútuo —, pois no modelo da Finep não há previsão de incidência de juros em caso de devolução dos valores aportados, assim como também existe a possibilidade de a Finep não exercer a opção de compra ao final do período acordado, sem o ressarcimento pelos valores investidos. É certo que o modelo da Finep não reflete as muitas possibilidades de arranjo que podem decorrer do

⁸⁶ O membro nomeado pela Finep para o Conselho de Administração deverá ter voto afirmativo nas seguintes deliberações: “Joint ventures e participação no capital de outras sociedades; Financiamento em valor superior a 2 (duas) vezes EBITDA; Garantia / aval de dívida cujo valor seja superior a 10% do faturamento da OUTORGANTE; Contratos com Partes Relacionadas; Contratação ou alteração de salários de funcionários com custo anual superior a valor a ser determinado oportunamente; Contratação de auditores independentes.” Disponível em: <http://www.finep.gov.br/apoio-e-financiamento-externa/programas-e-linhas/finep-startup>. Acesso em Mai. 2025.

⁸⁷ O acordo de acionistas deverá conceder o poder de veto à Finep nas seguintes deliberações sociais: “Alteração da composição societária; Alteração no Estatuto Social; Criação de novas classes de ações; Direitos dados a novos acionistas; Diminuição dos direitos da OUTORGADA ou de terceiro por ela indicado; Fusão, incorporação, cisão; Extinção, insolvência, dissolução, liquidação; Dividendos e destinação dos lucros; Remuneração anual dos Conselheiros; Remuneração anual dos Diretores; SOPs; *Spin-off*.” Disponível em: <http://www.finep.gov.br/apoio-e-financiamento-externa/programas-e-linhas/finep-startup>. Acesso em Mai. 2025.

exercício da autonomia privada dos investidores e empreendedores, mas consiste em instrumento robusto, construído por profissionais especialistas e que cumpre o papel de ilustrar a semelhança entre o mútuo conversível e a opção de compra no contexto do financiamento de startups.

No contexto das startups, o mecanismo da opção de compra também pode figurar em planos de *stock options* entre a startup e funcionários. Nesses casos, aos funcionários será outorgado o direito de adquirir determinada quantidade de quotas ou ações da sociedade, por um preço pré-determinado, como recompensa pelo alcance de metas específicas, incluindo métricas de desempenho e tempo de vínculo com a empresa. No contexto das startups, os planos de *stock options* também são utilizados como forma de retenção de talentos e alinhamento de interesses entre diferentes camadas da hierarquia organizacional da empresa. Isso porque nem sempre a startup conseguirá oferecer salários acima da média de mercado para os diversos profissionais que oferecem sua força de trabalho. Contudo, considerando a expectativa de crescimento exponencial da startup, em faturamento, clientela, valor de mercado, pode ser vantajoso para os funcionários a remuneração em forma de quotas ou ações da sociedade.

No Brasil, a utilização de *stock options* desencadeou polêmico embate entre autoridades fiscais e contribuintes. Isso porque o Fisco passou a defender, em determinados casos, a natureza salarial das *stock options*, tratando-as como complemento salarial oferecido pela startup empregadora a seu empregado. Como consequência, defendia a incidência de contribuição previdenciária e imposto de renda pessoa física (IRPF) considerando o valor das quotas ou ações da startup.

Recentemente, o Superior Tribunal de Justiça, no julgamento do Tema 1.226, fixou marco relevante ao reconhecer a natureza mercantil dos planos de *stock options* que apresentem como elementos a onerosidade efetiva, a voluntariedade e o risco econômico. Em outras palavras, aquela que exercita o direito de opção de compra de quotas ou ações, assim o faz enquanto assume o risco de sua aquisição não lhe gerar qualquer retorno, compartilha o risco do negócio com os demais sócios. Reconhecida a natureza mercantil das *stock options*, a tributação somente no momento da alienação das quotas ou ações com ganho de capital.

Entendemos que as *stock options*, da forma como descritas acima, só têm cabimento nas sociedades por ações, isto porque o julgado do STJ lastreou sua decisão no art. 168, §3º,

da LSA⁸⁸, sobre a outorga de opções de compra de ações dentro do “limite do capital autorizado”. A adoção de capital autorizada implica a existência de conselho de administração, órgão típico das S.A., muito embora seja possível adotá-lo. Além disso, conforme as instruções normativas do DREI, a sociedade LTDA não pode emitir novas quotas e alocá-las em sua tesouraria — esta deve ser composta por quotas que antes eram possuídas por um dos sócios⁸⁹. Desse modo, entendemos que essa é mais uma vantagem do regime jurídico das S.As. em comparação ao das LTDAs, no contexto do financiamento de startups.

2.4.4. Debêntures conversíveis em Participação Societária

As debêntures são valores mobiliários regulados pela LSA e por normas da CVM que conferem direitos de crédito contra a sociedade. Têm valor nominal expresso em moeda nacional e podem ser emitidas em quantidades variadas e em diferentes séries. O valor nominal da debênture pode ser atualizado por correção monetária e o seu titular pode ser remunerado com juros periódicos calculados sobre o valor do título. As debêntures de uma série compartilharão entre si as mesmas características e conferirão os mesmos direitos aos seus titulares.

As debêntures poderão ser convertidas em ações da sociedade, e, nesse caso, deverão estipular: as bases da conversão, isto é, quantas ações serão convertidas por cada debênture ou se a conversão se dará pela relação entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão de ações; a espécie e classe de ações que surgirão da conversão; prazo para exercício do direito de conversão; e as demais condições relativas ao direito de conversão.

Enquanto estiver vigente o direito à conversão, os debenturistas deverão aprovar qualquer proposta de alteração do objeto social da sociedade, bem como a criação de ações preferenciais ou quaisquer modificações de vantagens existentes em prejuízo das ações conversíveis a partir das debêntures. Nessa esteira, caso haja diversos debenturistas titulares de debêntures de uma mesma série, esses formarão uma assembleia de debenturistas, que será

⁸⁸ LSA, art. 168, § 3º: O estatuto pode prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembléia-geral, outorgue opção de compra de ações a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle.

⁸⁹ Nos termos da IN nº 1/2024 do DREI: “5.3.2. Quotas em tesouraria A sociedade limitada pode adquirir as suas próprias quotas, todavia a aquisição deve ser secundária, ou seja, somente quando a quota já foi subscrita e integralizada por algum sócio da sociedade. Logo, em determinados eventos, quando possível, a sociedade visando a não redução do capital social, pode adquirir as quotas do sócio re\$stante, por exemplo, desde que tenha lucros ou reservas suficientes. Diante disso, é impossível a sociedade emi\$sr as quotas e em seguida já subscrever as suas próprias quotas (aquisição primária). Para fins de registro não há obrigação da comprovação de que a sociedade possui reservas e lucros suficientes para adquirir as quotas”.

instaurada para que os debenturistas votem a respeito de assuntos que lhes interessam, prevalecendo a opinião da maioria.

Para Modesto Carvalhosa (2018)⁹⁰, as debêntures podem ser consideradas títulos de crédito. São um “título causal que reconhece ou cria uma dívida para a companhia [...] independentemente da causa subjacente, existe uma prestação realizada ou contratada pelo subscritor do título”. Por outro lado, para Fábio Ulhoa (2013) as debêntures não são espécie de títulos de crédito, pois não apresentam os atributos de “documento de crédito, executividade, cartularidade, literalidade e autonomia das obrigações”⁹¹. Ary Oswaldo Mattos Filho (2015), em raciocínio semelhante, entende que as debêntures são valores mobiliários, que são, “por natureza, contratos de investimento coletivos, enquanto os títulos de crédito são somente instrumentos representativos de dívida”⁹². Uma corrente intermediária, representada por Borba e Borba (2020)⁹³, considera as debêntures como valores mobiliários, tanto como títulos abstratos de crédito, pois “não se vinculam, de forma necessária, a um determinado e típico negócio jurídico”. Este trabalho não se dedicará a investigar a natureza jurídica das debêntures, mas cumpre dizer que nos filiamos a esta última corrente, que a nosso ver mais bem contempla todas as características das debêntures.

Não há previsão legal que autorize a emissão de debêntures por sociedades LTDA e há relatos de tentativas fracassadas de arquivamento de atos societários de LTDA relativos à emissão de debêntures, perante as Juntas Comerciais de São Paulo e do Rio de Janeiro, conforme demonstrado por Diniz (2021)⁹⁴. O mesmo autor reconhece que o assunto é controverso na doutrina, mas sustenta que a LTDA pode, hoje, ser estruturada de modo a se assemelhar mais a uma sociedade de capitais do que de pessoas e, portanto, deveria ter a prerrogativa de emitir debêntures, desde que cumpridas todas as exigências legais. Além disso, a LTDA é tipo de sociedade personificada e há autonomia patrimonial entre a entidade e seus sócios. Vale pontuar, por fim, que foram apresentados projetos de lei com a intenção de

⁹⁰ CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Tratado de Direito Empresarial – Volume III – Sociedades Anônimas**, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2018, p. 400-402.

⁹¹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial, volume 2: direito da empresa**. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 161 e 165.

⁹² MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários, Volume 1, Tomo 1**, São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, 2015, p. 44.

⁹³ BORBA, José Edwaldo Tavares; BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares. **Tratado de Direito Comercial. Debêntures e bônus de subscrição**, 2020, p. 88.

⁹⁴ DINIZ, Thales Janguê Silva. **Emissão de debêntures por sociedade limitada: pressupostos jurídicos e compatibilidade econômica**. Dissertação de Mestrado em Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2021.

autorizar a emissão de debêntures por LTDAs, são estes, o Projeto de Lei 6.322/2013, o projeto de novo Código Comercial (PL 487/2013) e o Projeto de Lei 3.324/2020.

Uma possível vantagem das debêntures em relação ao contrato de mútuo conversível é a possibilidade de as primeiras serem livremente negociadas por seus compradores originais, enquanto o contrato de mútuo geralmente não permite a cessão dos direitos creditórios a terceiros sem a anuência da startup investida. Assim, seria possível organizar espécie de mercado secundário de negociação das debêntures, o investidor que desejasse reaver seus recursos poderia desfazer-se do seu investimento na startup. Por outro lado, essa permissividade na circulação dos títulos poderia contrariar outro objetivo típico dos empreendedores a contratar investimento para suas startups: o assessoramento do investidor a respeito de assuntos estratégicos para a startup, o “*smart*” do “*smart money*”.

Outra vantagem seria a isenção fiscal sobre os rendimentos de debêntures incentivadas, isto é, aquelas regulamentadas pelo Decreto Nº 11.964/2024. Segundo o decreto, são debêntures incentivadas aquelas emitidas por empresas que desenvolvem projetos em setores prioritários, como infraestrutura e saneamento, mas também outros mais tipicamente navegados por startups, como aqueles mencionados no art. 7º, caput e parágrafo único:

Art. 7º Os projetos na área de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação são aqueles com o propósito de introduzir processos, produtos ou serviços inovadores, conforme os princípios, os conceitos e as diretrizes definidas nas políticas de ciência, tecnologia e inovação e de desenvolvimento industrial.

Parágrafo único. O enquadramento de projetos na área de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação se dará nos setores de transição energética, transformação ecológica, transformação digital, complexo industrial da saúde e complexo industrial aeroespacial e de defesa, conforme ato conjunto do Ministério da Fazenda e do Ministério setorial responsável.

Não obstante, é difícil imaginar a adoção de debêntures incentivadas por startups, considerando que o projeto deve ser aprovado por autoridades governamentais competentes e por se tratar de oferta pública de debêntures — e a oferta pública de valores mobiliários não é situação usual no processo de captação de recursos pela startup, com exceção do financiamento coletivo autorizado pela CVM (crowdfunding de investimentos), que será visto adiante.

Em que pese a emissão de debêntures seja uma opção possível para a captação de recursos em uma startup, não há evidência de sua utilização em larga escala por startups ou entidades gestoras de fundos. Dentre as possíveis razões, arriscamo-nos a sugerir algumas.

Primeiro, a rigidez das normas legais e regulatórias para a emissão dos títulos, pois, se por um lado essa mesma rigidez oferece segurança para as partes envolvidas, por outro, torna o processo de contratação do investimento mais complexo, sendo necessário conhecer e

elucidar pormenorizadamente os aspectos jurídicos desse instituto aos empreendedores e investidores em negociação. Além disso, o processo de emissão das debêntures envolve um registro específico perante a CVM e a contratação de uma instituição financeira para atuar como coordenadora da oferta, o que, por sua vez, aumenta os custos da operação. Como evidenciado ao longo deste trabalho, qualquer elemento que venha a acrescentar complexidade ao negócio de captação de recursos não é bem aceita entre os agentes, sobretudo em fases pré-contratuais.

Segundo, a vedação à emissão de debêntures por LTDAs também pode desempenhar um papel na subutilização do instituto por startups, que geralmente mantêm-se sob o regime das LTDAs ao longo de diferentes rodadas de investimentos até que, diante de um evento de liquidez relevante, sejam transformadas em sociedade anônima.

Não obstante, vale citar o caso da startup Educbank, que se destacou pela captação de cerca de R\$ 154 milhões via debêntures, em um período de pouco mais de um ano, entre 2023 e 2024. Segundo entrevista concedida pelo CEO da empresa ao portal “Startups.com.br”, a Educbank adotou estratégia sofisticada de captação de recursos, envolvendo a negociação de participação societária, a contratação de dívida via debêntures e a cessão de direitos creditórios via securitização de recebíveis⁹⁵. Ocorre que a Educbank é startup em estágio avançado de financiamento, em que pese tenha realizado apenas duas rodadas de investimento perante fundos de VC. Segundo dados da Crunchbase⁹⁶, realizou primeira rodada de capital semente, no valor de U\$ 5 milhões, liderada pela gestora Marrakech Capital; uma rodada *series A* no valor de U\$ 40 milhões junto à Marrakech Capital e a Vasta (empresa da área de educação); depois captou um total de U\$ 48,7 milhões pela contratação de dívida. Além disso, as debêntures emitidas pela Educbank não são conversíveis em ações, conforme evidenciado do Instrumento Particular da 10ª Emissão de Debêntures, arquivado perante a Junta Comercial de São Paulo, de modo que se trata apenas de instrumento de dívida, não caberia um estudo do caso por uma perspectiva de Direito Societário.

Imaginamos, portanto, que uma adoção mais ampla das debêntures como instrumento de financiamento de startups dependeria de alguns fatores, como, por exemplo, (i) a existência de um volume mais expressivo de startups em estágio mais avançado de financiamento, já sob

⁹⁵ STARTUPS. **Educbank volta a captar via debêntures - e agora são R\$ 84M**, disponível em <https://startups.com.br/negocios/fintech/educbank-volta-a-captar-via-debentures-e-agora-sao-r-84m/>. Último acesso em jul. 2025.

⁹⁶ CRUNCHBASE. **Página da Educbank na Crunchbase**, disponível em https://www.crunchbase.com/organization/educbank/financial_details. Último acesso em jul. 2025.

o regime das S.As., interessadas em captar recursos via debêntures; (ii) a existência de investidores interessados em financiar as startups por meio das debêntures, a partir de uma avaliação de que esse instrumento é o mais adequado para seus próprios interesses; (iii) o desenvolvimento técnico de assessorias jurídicas e financeiras, que sejam capazes de instruir empreendedores e investidores quanto às características das debêntures, fortalecendo, assim, o instituto perante o mercado de financiamento de startups como um todo; (iv) mudanças legislativas e regulatórias que venham a facilitar a utilização do instrumento; (v) incentivos fiscais ao investimento via debêntures.

2.4.5. Sociedade em Conta de Participação

A sociedade em conta de participação (SCP), regida pelo CC/2002, artigos 991 a 996, é uma forma de associação pela qual um ou mais investidores (sócios participantes) contribuem com recursos financeiros para que uma empresa (sócia ostensiva) desempenhe atividade empresarial em seu nome individual e sua exclusiva responsabilidade perante terceiros. No contexto do financiamento de startups, os investidores seriam os participantes e a startup a sócia ostensiva, encarregada de comercializar os produtos e serviços ao público geral. Os recursos aportados para a persecução dos fins da SCP integrarão o dito “patrimônio especial” da SCP, pertencente aos sócios participante(s) e ostensivo em condomínio e não à própria sociedade, nos termos do art. 994, caput e §1º, do CC/2002⁹⁷.

Com a formação da SCP, não se cria nova entidade centralizadora de direitos e obrigações, trata-se de sociedade não personificada. Maria Helena Diniz (2006)⁹⁸ e Fábio Ulhoa Coelho (2013)⁹⁹ destacam que não é necessário formalizar a criação da SCP por meio de ato constitutivo levado a registro, sua existência pode ser comprovada por qualquer meio admitido em Direito. A SCP é uma sociedade de pessoas, em que deve estar presente o ânimo de ser sócio

⁹⁷ CC/2002, Art. 994. A contribuição do sócio participante constitui, com a do sócio ostensivo, patrimônio especial, objeto da conta de participação relativa aos negócios sociais. § 1º A especialização patrimonial somente produz efeitos em relação aos sócios.

⁹⁸ Nas palavras da autora: “Como a sociedade em conta de participação é, na verdade, um contrato de participação, ou melhor, uma sociedade não personificada, para constituir-se não depende de qualquer formalidade, por ser um contrato consensual, bastando a simples declaração de vontade de duas ou mais pessoas, ou seja, a affectio societatis. Logo, poder-se-á comprovar sua existência por qualquer meio idôneo admitido judicialmente.” DINIZ, Maria Helena. **Código Civil anotado**. 12a ed. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 782.

⁹⁹ Para o autor: “Suas marcas características, que a afastam da sociedade empresária típica, são a despersonalização (ela não é pessoa jurídica) e a natureza secreta (seu ato constitutivo não precisa ser levado a registro na Junta Comercial)”. COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial, volume 2: Direito da Empresa**. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. pp. 513 e 512.

Por força de Instrução Normativa nº 2.119 de 2022 da Receita Federal, as SCPs são obrigadas a possuir inscrição própria no CNPJ, como forma de conferir transparência a tais arranjos e mitigar o uso do instituto para evasão fiscal, mas isso, por si só, não a torna um ente personificado.

Para preservar a limitação da sua responsabilidade, o sócio participante não pode atuar na gestão ou nas relações externas da empresa, sob pena de responder solidariamente pelas obrigações assumidas (art. 993, parágrafo único, do Código Civil).

Tomazette (2024)¹⁰⁰ descreve bem essa relação à luz da Teoria da Agência, em que a propriedade e o controle são designados a pessoas distintas. Essa é a situação do investimento em startups por meio de uma SCP, pois o investidor e sócio participante é proprietário de parcela do patrimônio especial da SCP, mas o controle, isto é, a utilização desse patrimônio ficará plenamente a cargo da startup enquanto sócia ostensiva. A startup, conduzida por quem quer que figure no seu quadro societário e administração, praticará uma série de atos que afetam os interesses do investidor, podendo, daí, surgirem conflitos. Eis a necessidade de incorporar regras de governança à relação.

O autor continua para defender o direito do sócio participante e investidor de fiscalizar as atividades da startup e exigir contas de seus administradores, por previsão expressa da prerrogativa de fiscalização no art. 993 do CC/2002 e por aplicação supletiva do art. 1.020 do mesmo código, que trata do dever de prestação de contas dos administradores da sociedade simples, aplicado à SCP de maneira supletiva, considerando, também, o dever de cooperação que deve haver entre os sócios, como em qualquer relação de sociedade¹⁰¹. Diante disso, as cláusulas que contenham regras de divulgação de informações seriam das mais importantes na relação de financiamento de startups por meio de SCPs.mc

Esse modelo de supressão da atuação do investidor, ainda que protetivo em tese, entra em tensão com as práticas do mercado de *venture capital*, que valoriza a atuação estratégica e consultiva dos investidores junto aos empreendedores. É certo que não se espera que o investidor represente e presente a startup perante terceiros, mas já conferimos que é prática comum do mercado de VC que os investidores nomeiem membros para órgãos de tomada de decisões no âmbito da startup. Acreditamos que uma intervenção nos negócios da startup nesse grau poderia confrontar os limites do regime de responsabilidade dos sócios da SCP e, em

¹⁰⁰ TOMAZZETTE, Marlon. **A prestação de contas na sociedade em conta de participação para investimento em startups**. in: Direito, Governança Corporativa e Startups (pp. 327-328). 2024. Editora Foco. Edição do Kindle.

¹⁰¹ Ibid. pp. 309-310.

último caso, implicar a responsabilização irrestrita do sócio participante como se sócio ostensivo fosse.

Há, ainda, a dificuldade de conciliar a natureza episódica da SCP com a lógica de crescimento contínuo e escalável das startups. A SCP é frequentemente utilizada para projetos específicos e de duração limitada. Embora nada impeça uma SCP de ser duradoura, inclusive de prazo indeterminado, sua essência accidental e o próprio regime de dissolução — que consiste em uma prestação de contas e liquidação da SCP, com pagamento da quota-parte do investidor — dificultam sua adaptação à lógica de rodadas sucessivas de investimento do mercado de VC.

Além disso, considerando que é comum às startups operarem por anos sem resultados operacionais positivos, questionamos o valor real do direito de participar dos lucros de uma startup que ainda demanda recursos de investidores para desenvolver seus negócios, sendo justamente essa a contrapartida geralmente oferecida aos sócios participantes no contexto de SCPs. A propósito, a opção pelo regime da SCP poderia até mesmo prejudicar a obtenção de lucro, pois a startup na posição de sócia ostensiva não poderia aderir ao Simples Nacional¹⁰².

A estrutura contratual da SCP também não prevê, em regra, mecanismos de conversão do aporte em participação societária plena, o que pode tornar o investimento pouco atrativo para investidores que buscam adquirir participação antes de um evento de liquidez. É possível imaginar arranjos criativos pelos quais o sócio participante receberia as quotas da startup em dação em pagamento de algum direito creditório oriundo da relação com a startup. Mas de onde surgiria tal direito creditório? Uma opção seria declarar lucros a serem pagos ao investidor e dar em pagamento quotas da startup ao invés da quantia em dinheiro, contudo, novamente esbarraríamos na dificuldade que a startup tem de gerar lucros.

Outra opção, talvez mais segura, seja contratar uma outorga de uma opção de compra de quotas ou ações da startup paralelamente ao contrato de SCP. Assim, diante de um evento de liquidez, o contrato de SCP resolver-se-ia de pleno direito e o investidor exerceria a opção de compra contra os empreendedores titulares das quotas ou ações da startup antes da concretização do evento de liquidez. Por tudo exposto, qualquer acordo nesse sentido, a nosso

¹⁰² Nesse sentido, Michiles e Souza (2024): “A Receita Federal tem negado a possibilidade de empresas optantes pelo Simples Nacional participarem de sociedades em conta de participação. O entendimento da Receita Federal é pautado na combinação de dois enunciados: o primeiro, constante no art. 3º, § 4º, incisos I, V e VII [da LCP nº 123/2006], que dispõe que não podem se beneficiar do tratamento jurídico diferenciado empresas que participem do capital de outra pessoa jurídica; o segundo art. 160 do Decreto 9.580/ 2018, que equipara a sociedade em conta de participação às pessoas jurídicas. Dessa maneira, a sociedade em conta de participação pode ser desinteressante para boa parte das startups, especialmente em seus estágios iniciais.” MICHILES. Saulo; SOUZA. **Limites e Meios Jurídicos de Proteção aos Interesses dos Investidores ante a gestão de uma startup.** in: Direito, Governança Corporativa e Startups (pp. 327-328). 2024. Editora Foco. Edição do Kindle.

ver, não disporia de um alto grau de segurança jurídica em comparação a outros modelos de negociação de participação societária, em que o crédito do investidor é líquido, certo e exigível.

Por fim, seria possível imaginar um cenário em que o investidor não participaria dos ganhos auferidos com o evento de liquidez, apenas permaneceria como sócio participante relativamente à startup, que permaneceria como sócia ostensiva. O sócio participante não sentaria à mesa de negociações tal como os outros investidores, cujos créditos podem ser convertidos em participação societária. Assim, passaria a fazer jus aos lucros auferidos pela startup nessa segunda fase, após um evento de liquidez relevante. Esse cenário, contudo, parece-nos muito improvável, pois imagina-se que os compradores da startup ou qualquer pessoa à frente da sua administração, buscando maximizar os ganhos dos novos sócios ou acionistas, buscaria a rescisão ou resolução do contrato de SCP, que representaria um escoamento indesejado dos lucros.

Diante dessas considerações, conclui-se que, apesar de juridicamente válida e historicamente usada em negócios caracterizados pela dicotomia entre investidores e empreendedores, a SCP não se apresenta como a estrutura mais adequada ou eficiente para o financiamento de startups, pelo menos não nos moldes estudados nesta oportunidade.

2.4.6. Contrato de investimento-anjo

A figura do investidor-anjo passou a ser reconhecida por nosso ordenamento jurídico a partir da Lei Complementar nº 155/2016, que adicionou o artigo 61-A à Lei Complementar nº 123/2006, que trata da microempresa e empresa de pequeno porte, do regime fiscal mais benéfico conhecido como Simples Nacional, aplicado a essas empresas, dentre outros assuntos.

Como visto em (SILVA, 2017), os investidores-anjo são agentes autônomos com grande patrimônio e interesse em financiar startups em estágios iniciais de desenvolvimento. O investidor-anjo geralmente detém um histórico positivo de experiências empresariais e, portanto, além do aporte financeiro realizado à startup, também atua como mentor do time fundador da startup¹⁰³. Essa mescla de aportes financeiros com assessoramento negocial é chamado de smart money (CUMMING; JOHAN, 2009)¹⁰⁴.

¹⁰³ SILVA, Lucas Caminha de Lima e. **Inovação, Capital e Seed Gap: Quem são os investidores anjos de acordo com o Mercado e com a Lei Complementar nº 155**. Prêmio CFA Society Brazil de Inovação Financeira, Edição 2017.

¹⁰⁴ CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Sofia. **Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective**. Amsterdam: Elsevier, 2009.

Segundo a Lei Complementar nº 155/2016, o investidor-anjo é aquela pessoa física ou jurídica que aporta recursos na empresa investida, sem que isso implique nova subscrição de quotas ou ações e integralização do capital social. O investidor-anjo não será considerado sócio e nem participará da administração da empresa, assim como não responderá por qualquer dívida da empresa.

O Marco Legal das Startups (LCP 182/2021) propôs novas mudanças à LCP nº 123/2006, acrescentando que o investidor-anjo poderá participar das deliberações em caráter estritamente consultivo, conforme pactuação contratual, poderá exigir dos administradores as contas justificadas de sua administração e, anualmente, o inventário, o balanço patrimonial e o balanço de resultado econômico, bem como poderá examinar, a qualquer momento, os livros, os documentos e o estado do caixa e da carteira da sociedade, exceto se houver pactuação contratual que determine época própria para isso.

Entendemos que o Legislador buscou incentivar o investimento-anjo no contexto da microempresa e empresa de pequeno porte. É que o diz artigo 61-A da LCP nº 123/2006: “Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa.”

Conforme aponta Michiles (2021), o contrato de investimento-anjo tem apresentado incompatibilidades com a dinâmica do mercado de startups e, portanto, é pouco utilizado pelos agentes do mercado. Dentre as restrições impostas pela lei, o autor cita: (i) o curto prazo de vigência, que não pode superar sete anos; (ii) a impossibilidade de participação na administração da empresa; (iii) a remuneração do investidor era inicialmente baseada no resultado financeiro da startup e não havia possibilidade de conversão da dívida em participação societária até o advento do MLSEI em 2021; (iv) o resgate do capital investido é permitido apenas dois anos após o aporte e corrigido somente por índice inflacionário pré-estabelecido, não havendo menção expressa à possibilidade de se estipular juros sobre o capital investido; e (v) falta de incentivo na tributação dos ganhos do investidor-anjo, aplicando-se alíquota de 15% a 22,5%.

Mais especificamente sobre o aspecto tributário, o investidor-anjo terá seus ganhos tributados de acordo com a duração do seu aporte, aplicando-se as mesmas alíquotas que incidem sobre os juros do contrato de mútuo, isto é, de 15% a 22,5%, sendo a mais baixa aplicável somente caso o ganho seja auferido pelo menos 720 dias após o aporte, nos termos da IN RFB nº 1.719/2017. Apesar da aparente igualdade de condições com o contrato de mútuo no que diz respeito à tributação dos rendimentos do investimento, essas mesmas alíquotas são

aplicáveis sobre os pagamentos feitos ao investidor-anjo a título de remuneração periódica, geralmente aferida conforme o resultado financeiro da startup. É evidente o desincentivo ao pagamento de remunerações periódicas nos termos da LCP 123/2006 e dos entendimentos da RFB. Mais vantajoso para o investidor seria figurar como anjo e sócio minoritário da startup, podendo fazer a jus a eventuais lucros, que são isentos de tributação, contudo, tal arranjo subverteria completamente a lógica do contrato de investimento-anjo, em que não se busca, ao menos no princípio, que o anjo ingresse como sócio da startup. Na seara tributária, a única vantagem em comparação ao mútuo conversível seria a não incidência de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre o valor mutuado¹⁰⁵.

Outra inadequação do contrato de investimento-anjo é sua aplicação limitada às microempresas e empresas de pequeno porte, isto é, aquelas que auferem receita bruta anual de até R\$ 360 mil e R\$ 4.8 milhões, respectivamente, reduzindo significativamente a abrangência do instrumento a startups em estágios iniciais. É bem verdade que as startups não se destacam pelo faturamento que alcançam em seus primeiros anos, conforme exposto no Capítulo 1. Não obstante, esses limites são baixos. Não à toa, o MLSEI estipula o limite de R\$ 16 milhões de faturamento para a definição de uma empresa como startup. O limite proposto pelo MLSEI também é questionável (vide Capítulo 1), mas muito superior ao previsto na LCP 123/2006. Nesse ponto, em que pese o MLSEI tenha modificado a LCP 123/2006 no que toca ao investimento-anjo, não foi feito esse importante ajuste em tais limites, ampliando, assim, o alcance desse contrato.

2.4.7. Financiamento coletivo por oferta pública de valores mobiliários: “crowdfunding de investimentos”

O crowdfunding de investimentos (também conhecido como equity crowdfunding pelo mercado), é um mecanismo de financiamento coletivo de empresas por meio da oferta pública de valores mobiliários dispensada de registro específico perante a CVM, destinada a uma pluralidade de investidores e realizada exclusivamente por meio de plataforma eletrônica. Cumpre ressaltar, todavia, que não se trata de mercado de valores mobiliários em que há interação de ofertas de compra e venda de ativos e formação de preço, equiparável a uma Bolsa

¹⁰⁵ No mútuo financeiro, há incidência de IOF de 0,0082% ao dia se o mutuário Pessoa Física; 0,0041% ao dia se for Pessoa Jurídica; e 0,00137% ao dia se Pessoa Jurídica optante pelo regime do Simples Nacional e o valor contratado for igual ou inferior a R\$ 30.000,00. Em todos os casos, incidirá ainda alíquota adicional de 0,38% sobre o valor da operação, nos termos do Decreto n. 6.306/2007.

de Valores. Assim, a CVM proíbe as plataformas eletrônicas de utilizarem termos que induzam os investidores a esse erro.

O mecanismo não é exclusivo às startups. Na verdade, a norma regulatória vigente nem mesmo menciona as startups, apesar de ser posterior ao MLSEI. É destinada às sociedades empresárias de pequeno porte, definidas como aquelas com receita bruta anual de até R\$ 40 milhões, independentemente do tipo societário adotado.

Não se trata de um instrumento contratual em si, mas sim uma autorização da CVM para a realização de oferta pública de negociação de participação societária na empresa investida conforme um certo contorno regulatório, conferindo segurança ao investidor, não eximindo-o do risco de fracasso do negócio. Desse modo, após a adesão à proposta de investimento, será necessário formalizar o negócio jurídico por algum outro instrumento, como um contrato de mútuo conversível, debêntures ou outros. Nesse sentido, a resolução CVM 88/2022 estipula que devem estar disponíveis ao investidor uma série de documentos relevantes para o investimento, incluindo “cópia da escritura de debêntures, do título ou do contrato de investimento que represente o valor mobiliário ofertado, conforme o caso”.

Nota-se, portanto, que a norma regulatória conferiu liberdade para que a sociedade emissora proponha o arranjo que julgar mais adequado para instrumentalizar o contrato com seus investidores. Naturalmente, o investidor em potencial que conferir a oferta na plataforma eletrônica e não concordar com o formato proposto ou determinada condição do contrato, optará por não realizar o aporte. Caso haja volume suficiente de transações, essa sistemática pode proporcionar uma lógica de conformação das ofertas e dos termos contratuais apresentados a padrões minimamente aceitáveis, de modo que um contrato que aparente desequilíbrio em favor da sociedade emissora pode se tornar menos atrativo para investidores, ainda que os produtos e serviços da sociedade emissora e sua perspectiva sejam promissores.

Conforme evidenciado por Ribeiro (2021)¹⁰⁶, os primeiros casos de financiamento coletivo por meio da oferta pública de valores mobiliários ocorreram antes de existir regulamentação específica para a prática. Na ocasião, as sociedades emissoras dos títulos enquadraram a prática em uma das hipóteses de dispensa de registro de oferta pública. De 2015 em diante, a CVM realizou questionários junto a investidores e audiências públicas, com o intuito de construir um arcabouço regulatório adequado para a prática, que fosse capaz de

¹⁰⁶ RIBEIRO, Cristina Tauaf. O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CROWDFUNDING DE INVESTIMENTO NO BRASIL: Uma análise do processo regulatório e seus efeitos. Tese de Doutorado. Escola de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas, p. 123.

proporcionar segurança aos investidores sem criar entraves exagerados e custos às sociedades emissoras de pequeno porte.

A primeira regulamentação específica foi a instrução normativa CVM 588/2017, posteriormente substituída pela resolução CVM 88/2022, que, por sua vez, possibilitou uma ampliação da utilização do crowdfunding de investimentos, na medida em que majorou o limite da receita bruta da sociedade de pequeno porte, qualificada a realizar a oferta, de R\$ 10 milhões para R\$ 40 milhões, e o valor máximo de uma oferta individual de R\$ 5 milhões para R\$ 15 milhões.

O investidor ordinário está restrito a realizar aportes anuais de até R\$ 20 mil. Já o investidor considerado qualificado ou o indivíduo ou entidade cuja renda bruta anual ou o montante de investimentos financeiros seja superior a R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais), hipótese na qual o limite anual mencionado pode ser ampliado para até 10% (dez por cento) do maior destes dois valores.

Há, ainda, a figura do investidor líder, que também está desobrigado acima e detém outras prerrogativas e obrigações. O investidor líder é pessoa natural ou jurídica com comprovada experiência prévia em rodadas de investimento e que poderá apresentar tese de investimento que justifique a escolha da sociedade emissora, com o objetivo de auxiliar os investidores em potencial no processo de tomada de decisão quanto ao investimento. O líder poderá atuar junto à sociedade com a intenção de maximizar as suas chances de sucesso, em papel semelhante a um investidor-anjo. Também poderá agir como interlocutor entre a sociedade emissora e sindicato de investimento participativo — isto é, grupo de investidores reunidos com o mesmo objetivo e vinculados a um investidor líder, podendo constituir veículo de investimento próprio para regulamentar as relações entre si, por exemplo, uma holding, uma sociedade em conta de participação, entre outras.

A Resolução CVM 88/2022 estipula que o investidor líder não poderá deter, na sociedade emissora, participação superior a 20% do seu capital social, e terá de participar da oferta pública, como investidor, com pelos 3,5% a 5% do valor alvo mínimo de captação, variável de acordo com o valor total da oferta. Assim, a norma regulatória propõe que o investidor líder esteja diretamente interessado no sucesso da sociedade emissora investida, pois realizou aporte significativo, mas também desincentiva o comportamento excessivamente oportunista que poderia decorrer de um cenário em que o investidor líder possuísse participação societária significativa na empresa investida antes de elaborar e apresentar a tese do investimento para demais interessados.

Conforme evidenciado por Ribeiro (2021)¹⁰⁷, a CVM tratou as plataformas eletrônicas responsáveis pela intermediação dos negócios como ponto focal da regulação. São as plataformas o elo entre as sociedades emissoras e os investidores. As plataformas necessitam que as ofertas sejam bem sucedidas, isto é, encontrem investidores interessados, para que sejam remuneradas, e, por isso, exercem papel relevante na preparação da tese de investimentos, organização de documentos e divulgação da oferta. Apesar do aparente maior rigor da regulação em relação às plataformas, a pesquisa de campo realizada por Ribeiro (2021) revelou que todas as 4 plataformas operacionais à época reconheciam os benefícios gerados pela regulação.

Em entrevista concedida em podcast, em fevereiro de 2024¹⁰⁸, Leonardo Zamboni, diretor de marketing da Captable Investimentos, relatou que a plataforma realiza verdadeiro trabalho de assessoria junto às startups que a buscam, incluindo reuniões com os empreendedores para conhecer as particularidades do produto ou serviço ofertado, a análise suscetibilidade do mercado de investidores ao investimento na startup, a realização de auditoria via parceiros terceirizados, entre outras atividades. Apenas um terço das startups analisadas pela Captable chegam a realizar ofertas públicas disponibilizadas pela plataforma.

Segundo relatório da CVM, os dados relativos ao mercado de crowdfunding de investimentos brasileiro indicam um crescimento expressivo em todos os seus principais indicadores entre os anos de 2016 e 2022¹⁰⁹. O número de plataformas operacionais saltou de 4 para 60; o montante captado de R\$ 8,342 milhões para R\$ 131 milhões; o valor médio de captação por oferta de R\$ 347 mil para R\$ 1,5 milhões. Apesar de não haver dados consolidados dos últimos anos, a CVM reporta que em 2024 foram captados mais de R\$ 1 bilhão via crowdfunding e que o primeiro trimestre de 2025 alcançou 55% do valor agregado em 2024, isto é R\$ 0.79 bilhão apenas no primeiro trimestre de 2025¹¹⁰. Esse aumento revela uma maior adesão do mercado, tanto de plataformas, quanto de sociedades emissoras e investidores.

¹⁰⁷ Ibid., p. 151.

¹⁰⁸ “O Cenário de Crowdfunding de Investimentos em 2024”, disponível em <https://www.youtube.com/watch?v=NINqi0rP2Iw&ab_channel=SAFIE>, último acesso em jul. 2025.

¹⁰⁹ CVM. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Crowdfunding de Investimento: Evolução do Mercado 2022. 2022c. Rio de Janeiro: CVM, 2022. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/anexos/2023/20230707_relatorio_crowdfunding_2022.pdf. Acesso em: 17/05/2025.

¹¹⁰ “Crowdfunding em alta no primeiro trimestre de 2025”. Disponível em <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2025/crowdfunding-em-alta-no-primeiro-trimestre-de-2025>. Acesso em jul. 2025.

O crowdfunding de investimentos é iniciativa salutar para a democratização do acesso ao mercado de valores mobiliários e ao investimento em startups, fruto de um esforço considerável da sociedade civil e da CVM, bem como da competência técnica de uma série de atores responsáveis por operacionalizar as plataformas eletrônicas utilizadas e sua integração com os sistemas da autarquia. A resolução CVM 88/2022 buscou equilíbrio entre definir obrigações às plataformas eletrônicas e às sociedades emissoras e estipular regras mínimas que reduzam a assimetria informacional entre investidores e investidas.

2.4.8. Os instrumentos contratuais utilizados nos EUA: Simple Agreement for Future Equity – SAFE, Keep it Simple Security – KISS e Convertible Notes

No mercado estadunidense de financiamento de startups, três instrumentos contratuais assumiram papel relevante — a Convertible Note, o Simple Agreement for Future Equity (SAFE) e o Keep It Simple Security (KISS).

A *convertible note* é um contrato de dívida que confere ao investidor o direito de converter o valor aportado em participação societária futura, normalmente em uma rodada de investimento subsequente. Possui elementos típicos de instrumentos de crédito, como data de vencimento e juros. A sua popularização ocorreu em momento anterior ao advento de novos modelos contratuais e decorreu da sua simplicidade e baixo custo em comparação à emissão de ações preferenciais (*preferred stock*), além da possibilidade de postergar a negociação de um valuation para a startup investida. O investidor geralmente é beneficiado por meio de descontos na ocasião da conversão e um teto para a avaliação patrimonial da startup (valuation cap). Como visto anteriormente no levantamento feito pela CARTA, as *convertible notes* foram significativamente menos populares entre startups em estágio seminal, entre os anos de 2020 e 2024, tendo sido utilizadas apenas entre 5% e 11% das rodadas de investimento de até US\$ 4 milhões.

O SAFE, criado pela aceleradora de startups Y Combinator em 2013, surge como alternativa menos onerosa para os empreendedores. Mantém a lógica de conversão em participação futura da *convertible note*, porém sem data de vencimento e incidência de juros sobre o valor aportado. Por não ser dívida, não há obrigação de reembolso, o que reduz riscos financeiros para a startup em caso de insucesso do empreendimento. O SAFE foi concebido como um documento padrão e disponível publicamente, de fácil utilização por empreendedores e investidores, tendo como objetivo reduzir os custos de transação dos contratos de investimento em startups.

O KISS foi lançado pela aceleradora 500 Startups em 2014 de forma explícita como uma resposta — e, em certa medida, como uma alternativa concorrente — ao SAFE criado pela Y Combinator no ano anterior. A 500 Startups partiu de um diagnóstico semelhante ao que motivou a criação do SAFE: a percepção de que a *convertible note*, apesar de amplamente utilizada, carregava elementos problemáticos para empreendedores, como o vencimento e a incidência de juros, que geravam complexidade operacional e podiam servir como instrumento de pressão por parte dos investidores. Entretanto, a 500 Startups considerou que o SAFE, embora inovador, não atingia o “ponto de equilíbrio” adequado entre a proteção ao investidor e a flexibilidade para a startup desenvolver seus negócios sem interferência das dívidas contraídas.

Sua estrutura foi disponibilizada em duas versões: (i) Versão Dívida (Debt Version) — essencialmente uma nota conversível simplificada, com vencimento e juros, mas com termos padronizados e mais concisos que os de um Convertible Note tradicional; e (ii) Versão Equity (Equity Version) — próxima ao SAFE, sem vencimento nem juros, mas com cláusulas adicionais para mitigar riscos ao investidor, como exigência de captação mínima para a conversão automática (por exemplo, US\$ 1 milhão), reforço de direitos de informação e possibilidade de adaptações para uso em LLCs.

A 500 Startups reconheceu que o SAFE havia dado um passo relevante para a criação de um padrão de mercado, mas afirmou que a sua proposta visava preencher lacunas percebidas, principalmente em negociações com investidores menores ou menos sofisticados, que poderiam restar excessivamente expostos em um modelo mais desequilibrado em favor dos empreendedores, como o SAFE. O KISS também tinha uma dimensão estratégica: ao oferecer gratuitamente seu próprio modelo de instrumento, a 500 Startups buscava fortalecer sua marca no ecossistema, projetar-se como inovadora na modelagem contratual e competir com a influência da Y Combinator.

Em estudo publicado em 2018, Coyle & Green (2018) realizaram análise quantitativa baseada em enquete com advogados, para compreender o grau de aceitação e a dinâmica de utilização dos principais instrumentos de financiamento de startups em estágio seminal¹¹¹. A pesquisa foi realizada pela Thomson Reuters Practical Law, que organizou e disseminou o questionário entre 1º de fevereiro e 31 de maio de 2018. O conjunto final da amostra foi

¹¹¹ COYLE, John F.; GREEN, Joseph M. The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts. *Minnesota Law Review Headnotes*, v. 103, p. 42-68, 2018. Disponível em: https://minnesotalawreview.org/wp-content/uploads/2018/12/Coyle-Green_HL.pdf. Acesso em: 26 maio 2025.

composto por 326 respostas válidas¹¹², das quais 237 estavam completas e 89 parcialmente completas.

A pesquisa buscou aferir (i) o grau de conhecimento dos respondentes sobre os instrumentos SAFE e KISS; (ii) a frequência efetiva de utilização desses instrumentos em suas operações; (iii) a participação de mercado do SAFE e do KISS em relação a outros mecanismos de captação, como equity precificado e convertible notes; e (iv) o grau de customização das minutas padrão desses instrumentos por parte de empresas e investidores.

As respostas foram analisadas por duas lentes, a geográfica (isto é, a variação das respostas entre os diferentes estados dos EUA) e a de nível de expertise dos advogados. Pela lente da expertise, os advogados foram divididos em três grupos: os (i) aficionados, que dedicam mais de 75% do seu tempo à advocacia para empreendedores ou investidores em transações típicas do mercado de financiamento de startups; (ii) os regulares, que dedicam entre 26% e 75% do seu tempo; e (iii) os pouco engajados, que dedicam menos de 25% da advocacia a esses assuntos.

Os resultados revelam que, em 2018, parcela significativa dos advogados atuantes no mercado conheciam modelos de contrato de SAFE e KISS e a maioria já os utilizou em operações de investimento em startups, com destaque para a proeminência do SAFE em todos os levantamentos. Entre os aficionados, 99% declararam já ter ouvido falar do SAFE, e 82% do KISS. Entre os regulares, 95% afirmaram conhecer o SAFE, ao passo que 72% relataram familiaridade com o KISS. Entre os pouco engajados, 80% tinham ouvido falar do SAFE e apenas 44% conheciam o KISS¹¹³. No que tange ao uso efetivo desses instrumentos, observou-se que 94% dos aficionados já haviam participado de ao menos uma operação utilizando o SAFE, enquanto 39% relataram experiência prática com o KISS. Entre os regulares, esses percentuais foram de 76% (SAFE) e 32% (KISS). Já no grupo dos pouco engajados, a

¹¹² O perfil profissional dos respondentes indicou dedicação majoritária (94%) a atividades de natureza consultiva ou transacional, com experiência significativa tanto em assessoria a startups quanto a investidores. Em média, os advogados dedicavam cerca de metade de seu tempo de trabalho a clientes do segmento de empresas emergentes e seus investidores. No tocante à clientela, a maior parte (66%) atuava predominantemente na representação de empresas, enquanto 24% mantinham um equilíbrio entre a defesa de interesses de companhias e de investidores, e apenas 10% dedicavam-se majoritariamente à representação do lado investidor. Dentre as operações representadas, observou-se um equilíbrio entre fundos institucionais de venture capital (46%) e investidores anjo (54%).

¹¹³ Tabela 2: Percentage of Startup Lawyers Reporting They Had Heard of the SAFE or the KISS, by Percent of Time Spent Representing Startups.

proporção de participação em operações foi sensivelmente menor: apenas 37% já haviam assessorado uma operação com SAFE, e 9% com KISS¹¹⁴.

Os autores também evidenciaram que as minutas modelo de SAFE e KISS podem ser modificadas pelos advogados envolvidos na operação, ainda que tenham sido pensados para funcionar como instrumentos padronizados. No caso do SAFE, pouco mais da metade dos advogados consultados (52%) relatou utilizar a minuta original sem modificações substanciais, ao passo que 32% relataram empregar uma versão adaptada, ainda fortemente baseada no modelo padrão. Entre as alterações mais recorrentes, destacam-se: a modificação das cláusulas de direito de preferência no aumento de capital (*pro rata rights*), a estipulação de data de vencimento — que aproxima o SAFE de uma *convertible note* —, ajustes no processo de conversão, inserção de declarações e garantias, direitos de informação e deveres fiduciários.

Quanto ao KISS, a padronização é ainda mais pronunciada: 69% dos advogados declararam utilizar a minuta da 500 Startups sem modificações relevantes, enquanto 26% fazem adaptações, geralmente para fortalecer direitos do investidor, ampliar garantias, adequar cláusulas à legislação estrangeira ou elevar o valor mínimo da rodada para conversão do crédito em participação societária. Como visto no Capítulo 1, contratos para financiamento de startups podem estipular contrapartidas e direitos diversos, tornando a negociação mais ou menos custosa para as partes envolvidas. Não obstante, consideramos surpreendente que em mais da metade das operações é utilizada a minuta padrão disponibilizada publicamente.

Ao comparar a utilização do SAFE e do KISS com a *convertible note*, o instrumento de conversão de dívida em participação tradicionalmente utilizado nos EUA, e a aquisição de participação societária direta, por meio de rodadas precificadas, os resultados foram menos expressivos. De modo geral, os advogados relataram que as operações de investimento em que atuaram foram instrumentalizadas por rodadas precificadas em 50% das vezes, por convertible notes em 36% das negociações e por SAFE ou KISS em apenas 14% das vezes.

É possível que os indicadores de utilização de tais instrumentos tenham sido majorados nos últimos anos, com a consolidação e o aprimoramento de tais modelos e a familiarização dos agentes com a sua utilização. Em levantamento realizado pela plataforma de investimentos e portal de notícias CARTA a partir de uma base de dados de mais de 9.000 startups em estágio

¹¹⁴ Tabela 4: Percentage of Startup Lawyers Reporting They Had Been Involved in at Least One Representation Using a SAFE or a KISS, by Percent of Time Spent Representing Startups.

seminal, entre 2020 e 2024, cerca de 91% dos investimentos realizados antes de uma rodada precificada são instrumentalizados por meio de SAFEs, contra 9% por *convertible notes*¹¹⁵.

2.4.9. Novos modelos de contrato para captação de recursos para startups concebidas pelos agentes do mercado de VC brasileiro ou por propostas legislativas

A despeito dos avanços obtidos pelo ecossistema brasileiro de startups com a promulgação do MLSEI em 2021, recentemente, surgiram iniciativas diversas em resposta ao regramento proposto pelo marco legal. Isso porque o MLSEI se limita a reconhecer a existência e mencionar expressamente alguns instrumentos que podem ser utilizados por empreendedores e investidores para a captação de recursos para a startup, sem, contudo, propor requisitos, limites ou elementos essenciais para a validade e eficácia de tais instrumentos. O MLSEI consiga apenas que os investidores que lançarem mão de tais instrumentos não serão considerados quotistas ou acionistas da startup e não estarão sujeitos aos efeitos de eventual desconsideração da personalidade jurídica da startup antes da conversão “efetiva e formal” de seus direitos em participação societária.

A ausência de uma regulamentação mais robusta de tais contratos não afeta os instrumentos que já encontram previsão em outras leis — como as debêntures ou o contrato de participação do investidor-anjo — mas pode ser sentida pelos agentes em relação ao mútuo conversível, por exemplo. A inexistência de padrões mínimos previstos em lei (exceto os trechos do CC/2002 que tratam sobre o contrato de mútuo) relega ao mercado e seus agentes o papel de definir as cláusulas e condições minimamente aceitáveis dessa modalidade.

Além disso, o MLSEI estipula que os valores recebidos pela startup “serão registrados contabilmente, de acordo com a natureza contábil do instrumento” (art. 5º, §3º, MLSEI). Assim, no caso do mútuo conversível, o investimento feito é lançado contabilmente como dívida da startup. Essa dinâmica preservou uma característica do mútuo conversível brasileiro que o assemelha às *convertible notes* enquanto o afasta do *SAFE* — o vencimento da dívida após prazo determinado e a exigibilidade do seu pagamento ao investidor, na hipótese de o crédito não ser convertido em participação societária. Em suma, o mútuo conversível não é equiparável ao *SAFE*, instrumento que tem sido amplamente utilizado nos EUA, por sua simplicidade.

¹¹⁵ CARTA. *State of Pre-Seed. All data aggregate from 9,000+ pre-seed companies on Carta*. 2024. Disponível em: <<https://carta.com/data/state-of-pre-seed-2024>>. Último acesso em maio de 2025.

Nesse contexto, duas iniciativas destacam-se como respostas ao paradigma proposto pelo MLSEI: (i) o Mútuo para Investimento Simplificado com Termos Otimizados (MISTO), elaborado pela aceleradora de startups Latitud Ventures em parceria com escritórios de advocacia com experiência na área; e (ii) o Contrato de Investimento Conversível em Capital Social (CICC), objeto do Projeto de Lei Complementar nº 252/2023, de relatoria do senador Carlos Portinho (PL/RJ).

2.4.9.1. Mútuo para Investimento Simplificado com Termos Otimizados (MISTO), elaborado pela Latitud Ventures

O MISTO foi desenvolvido pela Latitud Ventures como resposta à demanda por maior simplicidade, padronização e segurança na formalização de investimentos em startups no Brasil, notadamente em fases pré-operacionais ou seed, inspirado no *SAFE* estadunidense.

As minutas públicas disponibilizadas pela Latitud Ventures conferem ao investidor o direito de converter o valor emprestado em participação societária quando da realização de uma nova rodada de investimento de um evento de liquidez. O cálculo de quantas quotas ou ações caberão ao investidor pode ser feito com base no preço das ações no momento do evento de liquidez, aplicando-se desconto de determinado percentual em favor do investidor, ou de acordo com um valuation previamente acordado.

Juridicamente, o MISTO é precisamente um mútuo conversível em participação societária, conforme reconhecido por seus próprios idealizadores¹¹⁶. Assim, sua proposta de valor reside na simplificação e padronização de termos e condições contratuais, bem como na sua disponibilização gratuita, apesar de ser recomendada a consulta a advogados antes de sua utilização.

O MISTO também pode servir o propósito de atrair investidores estrangeiros, que, muito embora desconheçam as leis brasileiras, compreendem os termos negociais do instrumento, pois sua estrutura é um reflexo fiel do *SAFE*, com algumas adaptações à realidade brasileira. Ademais, são disponibilizados modelos na língua inglesa. Nesse sentido, podemos evidenciar que o MISTO recebeu a atenção de alguns portais de notícias estrangeiros

¹¹⁶ Nos termos do “Guia do Usuário” disponibilizado pela Latitud Ventures: “O template está disponível em português e em Inglês, e visa tornar as rodadas em estágio inicial mais acessíveis para fundadores que precisam de um mútuo conversível confiável e gratuito. [...] Do ponto de vista fiscal brasileiro, o MISTO deve ser considerado como um mútuo conversível.” Disponível em <https://www.latitud.com/misto#:~:text=O%20M%C3%BAtuo%20para%20Investimento%20Simplificado,para%20o%20ecossistema%20empreendedor%20brasileiro>. Acesso em jul. 2025.

especializados em *venture capital* e startups¹¹⁷. Não foi possível, contudo, encontrar dados da utilização e da aceitação do MISTO por empreendedores e investidores.

2.4.9.2. Contrato de Investimento Conversível em Capital Social – Projeto de Lei Complementar nº 252/2023

O Projeto de Lei Complementar nº 252/2023, de autoria do Senador Carlos Portinho, propõe a alteração do MLSEI para instituir, de forma expressa, o Contrato de Investimento Conversível em Capital Social (CICC) como nova modalidade de aporte de capital em startups brasileiras¹¹⁸.

O CICC também foi inspirado no *SAFE* e propõe, como principal inovação, que o valor aportado pelo investidor não seja registrado nos balanços contábeis da startup como dívida. Esse ajuste de entendimento visa a conferir mais segurança jurídica às startups na contabilização de tais aportes. Isso porque, na hipótese de a startup não lograr êxito em seu projeto de desenvolvimento e expansão e o investidor decidir por não converter a dívida do mútuo em quotas ou ações, este poderá, ainda, perdoar a dívida. Contudo, esse ato poderá gerar repercussões fiscais para a startup, como a contabilização do valor do mútuo como receita não operacional passível de tributação, eventual desenquadramento de regime mais benéfico de tributação, entre outras consequências.

A justificação que acompanha o texto inicial do projeto defendeu a lógica binária por trás dos investimentos em startups, isto é: o típico investidor desse mercado está ciente de que seus aportes gerarão resultados somente caso a startup seja bem sucedida em encontrar um evento de liquidez durante sua trajetória. Caso contrário, o seu investimento não gerará retorno, motivo pelo qual a exigência do pagamento da dívida, sobretudo com acréscimos, seria contrária aos fundamentos do negócio jurídico firmado com os empreendedores¹¹⁹. A justificação até mesmo reconheceu a elaboração do MISTO, visto acima, e seus benefícios, mas sustentou que o ordenamento jurídico brasileiro continua carente de um instrumento como o *SAFE*, que não imponha o reconhecimento de dívida pela startup¹²⁰.

¹¹⁷ CARTA, 2025. Understanding MISTO convertible instruments for Brazilian startup fundraising. Disponível em: <https://carta.com/learn/startups/fundraising/convertible-securities/misto/>. Acesso em jul. 2025.

¹¹⁸ BRASIL. Senado Federal. Projeto de Lei Complementar n. 252/2023.

¹¹⁹ Ibid., p. 4.

¹²⁰ Ibid., p.5.

Entendemos que o CICC é uma proposta salutar porque compreende a lógica do mercado de financiamento de startups com capital de risco, em que o investidor realiza aposta no sucesso de determinada startup ciente das chances de perda total do investimento. Além disso, considerando que não se está propondo o expurgo do contrato de mútuo conversível ou outras formas de contratação de investimento do ordenamento brasileiro, a criação do CICC representa nada mais que uma nova opção para o leque de negócios jurídicos possíveis entre os empreendedores e investidores.

2.5. Conclusão sobre os tipos societários e instrumentos contratuais brasileiros disponíveis aos investidores e empreendedores

No contexto brasileiro, a sociedade anônima (S.A.) se mostra, em regra, o regime mais adequado ao financiamento com capital de risco: admite planos de *stock options*; permite diferentes classes de ações (ordinárias e preferenciais) com desenho fino de direitos econômicos e políticos; viabiliza emissões de novas ações com ágio sem a controvérsia tributária típica das LTDAs; e é a única forma apta à abertura de capital. Para startups com perspectiva de escalabilidade e múltiplas rodadas, esses atributos ampliam o cardápio de soluções de governança corporativa.

Isso não desaconselha a constituição sob o regime de LTDA nos estágios iniciais. Ao contrário, seu desenho híbrido (com regência supletiva da LSA, quando expressamente adotada) permite replicar funções próximas às da S.A. — por exemplo, quotas preferenciais, conselho de administração, conselho fiscal — e, como regra geral, apresentam formato de administração mais simples e familiar ao mercado. Além disso, há possibilidade de transformação em S.A. em momento oportuno.

Quanto aos instrumentos contratuais disponíveis aos agentes, o mútuo conversível permanece como a ferramenta mais versátil: posterga a precificação, acomoda desconto e valuation cap, e permite a personalização de obrigações e salvaguardas ao investidor.

Os demais instrumentos devem ser selecionados casuisticamente, quando seus elementos típicos forem funcionais para o acordo — por exemplo, negociabilidade e assembleia de debenturistas, no caso das debêntures; simplicidade, no caso da SCP; pagamentos pré-determinados ao investidor no contrato de investimento-anjo). Em paralelo, o crowdfunding de investimentos funciona como canal de oferta de valores mobiliários compatível com diferentes instrumentos contratuais (mútuo conversível, debêntures, opções de compra), ampliando o alcance da captação.

3. TERRA ÁRIDA PARA FRUTOS PROMISSORES: O AMBIENTE DE NEGÓCIOS E O ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO NO CONTEXTO DO FINANCIAMENTO DE STARTUPS

Os agentes econômicos diversos (empreendedores, investidores, gestoras de fundos de investimento, entre outros) têm a percepção de que o ordenamento jurídico brasileiro não dispõe das condições necessárias para fomentar o mercado de *venture capital*, ou mesmo desfrutar de todo o seu potencial.

Não à toa, empreendedores e investidores têm buscado alternativas ao ambiente regulatório-institucional brasileiro, como, por exemplo, a formação de arranjos societários sediados nos Estados Unidos da América (EUA) ou em ditos “paraísos fiscais”, como as Ilhas Caimã e as Ilhas Virgens Britânicas. Isso supostamente ocorre porque nessas jurisdições os investidores poderem desfrutar de isenções fiscais e de menor rigorosidade das leis que dizem respeito à governança corporativa das sociedades empresárias.

Portanto, importa investigar se as percepções dos agentes estão relacionadas a elementos concretos do nosso ordenamento jurídico, sobretudo o Direito Societário, e quais deficiências e oportunidades de melhoria se apresentam. É o que faremos neste Capítulo.

3.1. Da inviabilidade da saída de investidores via abertura de capital na bolsa de valores brasileira

Alexandre Pacheco da Silva (2019) desenvolveu, em sua tese de doutorado, o trabalho mais completo sobre o mercado brasileiro de *venture capital*. Em sua tese, realizou 10 entrevistas com representantes de algumas empresas gestoras de fundos de *venture capital* brasileiras mais importantes da época, além de responsáveis do INPI, da FINEP e da B3.

Todas as 10 gestoras ouvidas tinham como foco investir em startups em estágios iniciais (capital semente e primeira e segunda rodadas de captação). Além disso, destacaram que não era comum para gestoras brasileiras liderarem rodadas mais avançadas de financiamento (*series C, D e E*), sendo essas tipicamente realizadas por investidores estrangeiros. Nesse sentido, Silva (2019) destacou dois caminhos possíveis para as startups brasileiras financiadas pelo *venture capital*, (i) a internacionalização, isto é, expandir os seus negócios e alcançar mercados estrangeiros, de modo a chamar a atenção de investidores

internacionais; e (ii) a absorção por empresas brasileiras de maior porte por meio de operações de fusões e aquisições.

Na ocasião, pelo menos duas empresas gestoras declararam utilizar estruturas offshore no modelo Cayman-Delaware-Brasil, a Monashees e a Provence Capital, como forma de tornar o investimento mais atrativo para estrangeiros, que possivelmente teriam mais recursos disponíveis para aportes.

No caso da Monashees, tal escolha decorre de uma concepção estratégica voltada ao investimento em empresas de classe mundial e ao fomento de empreendedores brasileiros com alto potencial, independentemente de sua localização geográfica. Por essa razão, a gestora optou por não organizar seus investimentos via um FIP constituído no Brasil, adotando, em vez disso, uma estrutura típica do ecossistema do Vale do Silício: uma LLC sediada nas Ilhas Cayman, com subsidiárias registradas em Delaware, nos Estados Unidos, que por sua vez controlam veículos de investimento em cada país de atuação. No Brasil, essa estrutura se traduz na constituição de uma sociedade limitada de participações, por meio da qual são formalizados os investimentos nas empresas nacionais, sempre em caráter minoritário.

Já a Provence Capital, que atua majoritariamente nas fases de capital semente, Series A e Series B, também adota a estrutura Cayman-Delaware-São Paulo com o objetivo de ampliar suas possibilidades de saída e facilitar futuras rodadas de investimento por estrangeiros (SILVA, 2019).

Além disso, as respostas dos entrevistados evidenciaram que, no Brasil, não se vislumbra a abertura de capital na Bolsa de Valores como uma opção de saída realmente viável para o fundo de VC, sendo mais comuns a venda estratégica a uma empresa concorrente ou de mercado adjacente ou a venda a outros investidores. Os entrevistados entenderam que a empresa investida somente poderia acessar a bolsa de valores tendo alcançado grande porte e que isso seria incompatível com o perfil buscado pela maioria das gestoras de fundos de *venture capital* brasileiras, voltadas a realizar investimentos iniciais nas startups e receptivas à ideia de vender suas participações societárias para outros investidores em rodadas futuras, anteriores a um evento de liquidez definitivo (SILVA, 2019).

Todas as entrevistadas afirmaram já ter participado de eventos de venda estratégica, isto é, a alienação da empresa investida a outra de maior porte. Seis das dez entrevistadas mencionaram já ter realizado a venda de sua participação societária a outro investidor (secondary sale). Dentre as saídas tidas como mal sucedidas, as gestoras consultadas também apontaram já ter realizado a liquidação de sua participação por um preço simbólico, apenas

para se desvincular da empresa investida (write-off), ou mesmo a venda de sua participação à própria empresa investida (buyback). Nenhuma das gestoras disse ter realizado saídas pela via do IPO (SILVA, 2019).

Dentre as justificativas para a preterição da saída mediante abertura de capital, as gestoras entrevistadas pontuaram a baixa liquidez dos ativos negociados na Bolsa de Valores brasileira, as dificuldades e custos inerentes ao procedimento de IPO e a volatilidade do mercado nacional. Uma das gestoras mencionou que, no Brasil, pairam incertezas a respeito do custo médio de uma operação de abertura de capital, indicando que imprevistos ocorridos nos processos de registro perante a CVM poderão resultar em dispêndio ainda maior para as companhias emissoras de ações (SILVA, 2019).

A abertura de capital, em sua nomenclatura mais técnica, consiste na oferta pública inicial de distribuição de valores mobiliários, operação pela qual a companhia fechada coloca suas ações à venda para o público geral pela primeira vez (EIZIRIK, 2019)¹²¹. No ambiente de negócios brasileiro, geralmente se utiliza a sigla IPO (*initial public offering*), importada dos Estados Unidos, para tratar desse tipo de operação. A oferta pública de valores mobiliários, em regra, deve ser registrada junto ao órgão competente, no caso brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Economia.

Já a venda estratégica, para os objetivos deste trabalho, deverá ser considerada a operação de venda total ou parcial das quotas sociais ou ações de uma empresa a outra, que, por sua vez, passará a exercer controle sobre a empresa vendedora.

De acordo com 1º Censo da FGV, das 183 saídas de negócios que receberam aportes de *venture capital* ou *private equity* realizadas entre os anos de 1999 e 2004 no Brasil, apenas 9 ocorreram pela via da abertura de capital, correspondendo a 4,9% do total de saídas de negócios investigadas. A venda estratégica, por sua vez, predominou como forma de saída mais praticada, tendo ocorrido 52 vezes, correspondendo a 28,4% do total de saídas. Ademais, caso sejam desconsiderados os eventos que o estudo entende como “saídas parciais”, isto é, aquelas em que o investidor aliena apenas uma parte de sua participação na empresa investida, a saída por venda estratégica corresponderia a 33,5% do total de 155 saídas apuradas.

¹²¹ EIZIRIK, Nelson e outros. **Mercado de Capitais. Regime jurídico**, 4ª edição, São Paulo, Quartier Latin, 2019,

Em sentido semelhante, RIBEIRO e ALMEIDA (2005)¹²², ao consultarem 18 empresas gestoras de investimentos atuantes no mercado de *venture capital* brasileiro a respeito de suas atividades durante os anos de 1995 e 2002, identificaram preferência dos investidores brasileiros pela saída via venda estratégica, muito embora na referida pesquisa a abertura de capital (*IPO*) tenha apresentado resultados mais competitivos — 61% dos investidores apresentaram preferência absoluta pela venda estratégica e 39% pela abertura de capital. Não obstante, apesar de as gestoras de investimento consultadas reconhecerem os benefícios do *IPO* como mecanismo de saída, na prática, nenhuma das 18 entrevistadas realizou sequer uma saída pela via da abertura de capital naquele intervalo de tempo. A venda estratégica, por sua vez, corresponde ao mecanismo adotado em 66,7% das ocorrências de saída informadas, dividindo espaço com eventos de recompra de ativos pela empresa (*buyback*), vendas a novos investidores (*secondary sales*) e a liquidação de ativos (*write-off*).

Dentre as justificativas apresentadas pelos investidores consultados no estudo de RIBEIRO e ALMEIDA (2005), destaca-se a preferência pela venda estratégica em razão de esse mecanismo proporcionar aos investidores mais rapidez na saída do negócio, uma vez que a abertura de capital demanda o cumprimento de diversas etapas preparatórias que antecedem a venda dos ativos ao público geral, em especial, o cumprimento de normas regulatórias da CVM e a contratação de profissionais diversos (auditores, advogados, instituição *underwriter*), o que eleva os custos da operação, como será visto adiante.

Além disso, na venda estratégica, os investidores não se sujeitam ao cumprimento de um período de *lockup*, em que ficam impedidos de alienar seus ativos societários logo após a abertura de capital, sendo essa uma prática do mercado de capitais para reduzir a assimetria informacional entre os investidores antigos e aqueles que ingressarem após a venda dos ativos na Bolsa de Valores. Por fim, a venda estratégica, de modo geral, não se sujeita à volatilidade do mercado de capitais, haja vista o preço da compra e venda dos ativos ser negociada unicamente pelas partes envolvidas na operação, a despeito da opinião do público geral sobre determinada empresa.

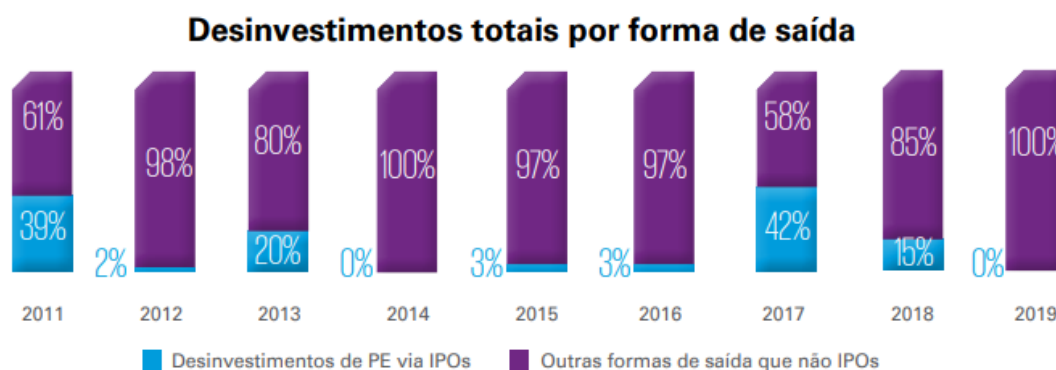
Por outro lado, os investidores consultados também apontaram que a saída por *IPO* é a forma preferível quando o objetivo for o de postergar a venda dos ativos diante da expectativa de obter preço superior pelas ações da companhia na Bolsa de Valores em oportunidade futura. Além disso, na saída pela via da abertura de capital, o time fundador geralmente se mantém no

¹²²RIBEIRO, L. D. L.; RIBEIRO DE ALMEIDA, M. I. **Estratégia de saída em capital de risco.** Revista de Administração - RAUSP, v. 40, n. 1, p. 55–67, 2005.

controle da empresa e terá como propósito expandir os negócios ou consolidar a companhia no mercado (RIBEIRO e ALMEIDA, 2005).

Na mesma direção, estudo mais recente conduzido pela Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP) em parceria com a KPMG, rede global de firmas de auditoria contábil e assessoria tributária, foi identificado que as saídas via oferta pública inicial de ações são a minoria. O relatório consolida dados de 2011 a 2019 da indústria de *private equity* e *venture capital* brasileira. Segundo o estudo, em 2011 e em 2017, o número de saídas via abertura de capital assumiu proporção acima da média para o período considerado na pesquisa. Naqueles anos, respectivamente, o número de desinvestimentos via IPO capturados pelo relatório corresponderam a 39% e 42% do total de desinvestimentos ocorridos. Nos outros anos, de 2012 a 2016 e de 2018 a 2019, as saídas via abertura de capital não chegaram a representar mais do que 20% do total de eventos analisados em nenhum dos anos considerados:

Figura 8 – Eventos de desinvestimento em empresas brasileiras financiadas com recursos de venture capital entre 2011 e 2019



Fonte: ABVCAP e KPMG. Consolidação de Dados – Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil. 2019.

O estudo visa a fornecer, em suas próprias palavras, uma visão geral dos investimentos em *private equity* e *venture capital* no Brasil no período de 2011 a 2019 (ABVCAP, 2019, p. 4). Para tanto, foram considerados os dados do FIPData¹²³, as informações reportadas por 208 instituições gestoras nacionais e estrangeiras e informações públicas obtidas em diversas fontes. O relatório aparenta corroborar os resultados obtidos nos estudos anteriores,

¹²³ O FIPData é um sistema de banco de dados elaborado pela ABVCAP juntamente com a ANBIMA para que aderentes ao Código ABVCAP-ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas e outros participantes da indústria reportem dados sobre suas operações.

demonstrando que a saída pela via da abertura de capital não é a alternativa preferida pelas empresas financiadas por recursos de *venture capital* (empresas essas que geralmente se enquadram no conceito de startups).

No Brasil, a companhia que pretende ofertar suas ações ao público geral, deve cumprir uma série de exigências regulatórias perante a Comissão de Valores Mobiliários. Inicialmente, a companhia deve obter registro como emissora de valores mobiliários perante a autarquia, nos termos da Resolução CVM nº 80/2022 e da Lei nº 6.385/76. Além disso, a companhia deverá registrar cada uma de suas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, inclusive a oferta pública inicial de ações (IPO), nos termos da Resolução CVM nº 160/2022. Ainda, a companhia aberta deverá cumprir uma série de exigências regulatórias, como a auditoria de suas contas e a prestação de informações à CVM, bem como nomear diretor estatutário para função de diretor de relações com investidores, ficando este encarregado de prestar todas as informações exigidas em lei e nas normas regulatórias da CVM.

Uma importante ressalva a esses resultados é que, entre 2020 e 2021, o mercado de capitais brasileiro experimentou forte expansão e número recorde de listagens: 28 empresas abriram capital em 2020 e 44 em 2021, conforme base de dados da B3. Contudo, o passar do tempo revelou que o ocorrido foi uma excepcionalidade, pois não houve nova oferta pública inicial de ações na Bolsa de Valores desde setembro de 2021, apenas ofertas subsequentes (“follow on”) de empresas já listadas. A alta em 2020 e 2021 provavelmente derivou de uma baixa taxa básica de juros (que chegou a 2% em 2021) praticada pelo Banco Central durante a emergência de saúde causada pelo vírus COVID-19 e pela entrada de investidores “pessoa física” no mercado de capitais — em 2018, cerca de 700 mil brasileiros investiam na Bolsa de Valores, contra 3.2 milhões, em junho de 2021¹²⁴. Atualmente, são 5.1 milhões de investidores¹²⁵.

Uma taxa básica de juros de 15% ao ano, vivenciada no ano de 2025¹²⁶, desestimula a tomada de riscos pelo investidor, pois poderá obter ganhos financeiros previsíveis e consideráveis alocando seus recursos em títulos de dívida pública, ao invés de arriscar à perda

¹²⁴ B3. **Evolução diária do IBOVESPA**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm. Acesso em Jun. 2025.

¹²⁵ B3. **Portal “Nossos Investidores”**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/. Acesso em Jun. 2025.

¹²⁶ BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxas de juros básicas**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em jun. 2025.

total do investimento em ações negociadas na bolsa de valores ou no financiamento de startups suscetíveis ao fracasso.

Um mercado de capitais acessível, pujante e aquecido é benéfico para o financiamento de startups com recursos de capital de risco. Isso porque a abertura de capital na bolsa de valores é reconhecida como uma das opções de saída mais vantajosas para os investidores. Se essa opção se torna inviável ou extremamente improvável por qualquer motivo — seja porque os custos de abertura são elevados, as normas legais e regulatórias são rigorosas, o volume de transações do mercado é baixo (resultando em baixa liquidez dos ativos) ou há outras opções de investimento mais vantajosas — o investimento se torna menos atrativo para o investidor.

Não obstante, é preciso reconhecer que há, no mercado de financiamento de startups global, um número maior de transações de venda estratégica de startups, em comparação com eventos de abertura de capital, além de evidências de que os investidores preferem a venda da startup à abertura de capital, como veremos adiante. No contexto brasileiro, essa diferença é bastante agravada pelo cenário macroeconômico desfavorável à abertura de capital na bolsa de valores.

Isso é corroborado por Ribeiro e Almeida (2005, p. 56), que revelam que as opções de saída para o investidor são levadas em consideração desde o processo de seleção das startups mais adequadas ao financiamento. No referido trabalho, os autores classificam as gestoras brasileiras como “planejadoras” e não “oportunistas”. A primeira categoria diz respeito aos investidores que projetam as oportunidades de saída desde a negociação pra realização do investimento, inclusive mapeando potenciais compradores do negócio quando esse estiver em estágio mais maduro e averiguando a viabilidade de uma abertura de capital mais à frente. Já a segunda categoria não planeja uma estratégia de saída desde o início, mas a executa rapidamente, qualquer que seja ela, caso a oportunidade surja (Ribeiro e Almeida, 2005, p.59).

Também há evidência, em pesquisas estadunidenses, de que as opções de saída são levadas em consideração desde o início pelos investidores. Isso é explicitamente discutido por McCreary e Lemley (2020)¹²⁷ e por Sokol (2019)¹²⁸. Segundo esses autores, os fundos de

¹²⁷ MCCREARY, Andrew; LEMLEY, Mark. A.. **An Exit Strategy**, 2020. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3506919>. Último acesso em maio 2025.

¹²⁸ SOKOL, D. Daniel. **Vertical Mergers and Entrepreneurial Exit**. Florida Law Review, Vol. 70, 2018. Último acesso em maio 2025.

venture capital tendem a priorizar startups que ofereçam uma saída rápida e lucrativa — especialmente via venda para concorrentes estratégicos do mesmo setor.

Gompers e outros (2016) entrevistaram 889 gestores de fundos de *venture capital*, atuantes em 681 organizações gestoras distintas, buscou compreender os critérios decisórios desses agentes no mercado de financiamento de startups. Constatou-se que a venda estratégica foi a estratégia de saída predominante, ocorrendo em 53% dos casos. A abertura de capital em bolsa (IPO) respondeu por 15% das operações, ao passo que em 32% das situações o investimento não resultou em êxito, conduzindo a formas alternativas de desinvestimento¹²⁹. Isso porque os fundos possuem prazos definidos de duração e seus gestores e cotistas visam retornos elevados para compensar o risco assumido. Além disso, os gestores têm um incentivo adicional ao encerramento rápido de ciclos de investimento: a possibilidade de abrir novos fundos e iniciar novos ciclos. A abertura de capital, por outro lado, pressupõe uma jornada mais extensa.

E não há indícios claros de que a preferência dos investidores deve mudar. No relatório “Venture Capital Masters Guide 2025”¹³⁰, organizado pela ACE Ventures, cerca de 20 empresas gestoras de fundos foram entrevistadas a respeito de diversos tópicos, incluindo a perspectiva de novas ofertas públicas iniciais no Brasil. Para sete em cada dez gestoras, são baixas as chances de uma nova janela de IPOs no Brasil. Esse ceticismo se fundamenta não apenas no atual cenário macroeconômico desfavorável, mas também em fatores estruturais do próprio mercado latino-americano, historicamente menos desenvolvido no que tange às aberturas de capital. Alguns gestores lembraram experiências recentes que reforçam essa visão conservadora, mencionando os casos de empresas como GetNinjas, Mosaico e Clearsale, cujas aberturas de capital foram seguidas por significativa desvalorização de suas ações.

Nos EUA, há exemplos de startups que experimentaram redução em seus valores de mercado, pois o preço de cada ação no momento da oferta pública inicial foi inferior ao praticado na última rodada de investimentos privada. Por exemplo, o valuation da Instacart caiu de US\$ 39 bilhões para US\$ 10 bilhões em seu IPO, o que representa uma perda

¹²⁹ GOMPERS, Paul; GORNALL, Will; KAPLAN, Steven; STREBULAIEV, Ilya. **How do venture capitalists make decisions?** *Journal of Financial Economics*, v. 135, n. 1, p. 169–190, 2020.

¹³⁰ ACE VENTURES. **Relatório Venture Capital Masters Guide 2025**. Disponível em: <https://aceventures.com.br/venture-capital/>. Último acesso em jun. 2025.

significativa para investidores que entraram nas fases mais avançadas do ciclo de financiamento¹³¹.

A despeito de tais argumentos desfavoráveis à abertura de capital nos Estados Unidos, diversas startups financiadas por recursos de *venture capital* optam por esse movimento anualmente. O relatório anual da Venture Capital Association (NVCA)¹³² informa um total de 340 saídas via abertura de capital de um total de 5.882 saídas entre os anos de 2021 e 2024 — isto é, 5.7% do total de saídas. É importante frisar que as 340 ofertas públicas iniciais acima dizem respeito apenas a startups financiadas por *venture capital*, e não o total de ofertas ocorridas nos EUA no mesmo período, que foi de 6.289¹³³.

Figura 9 – Número de IPOs por startups financiadas por VC nos EUA, por ano, de 2004 a 2024

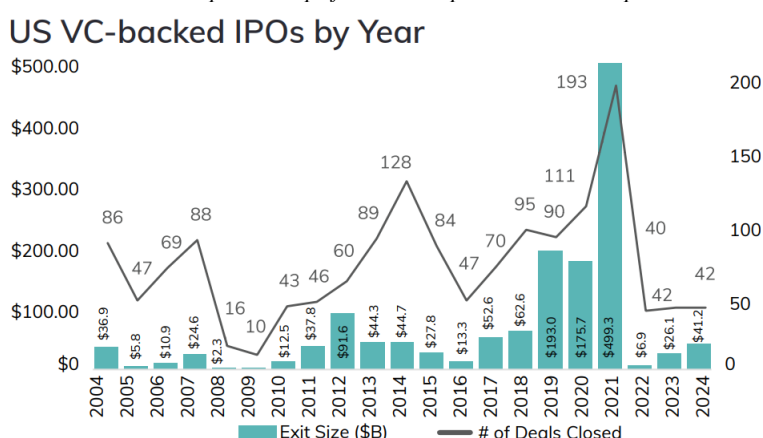
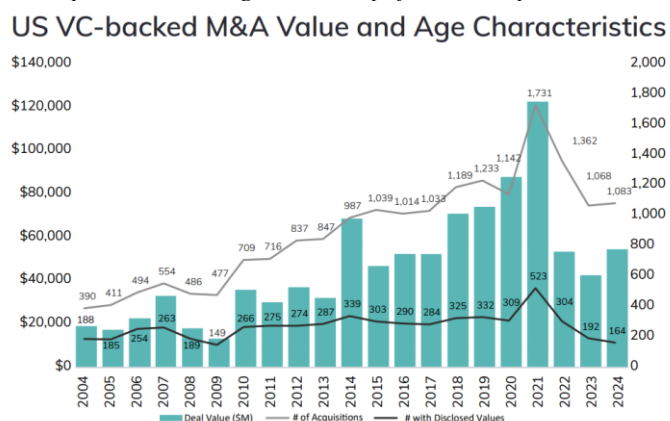


Figura 10 – Número de saídas por venda estratégica de startups financiadas por VC nos EUA, por ano, de 2004 a 2024



Fonte: NVCA. **NVCA Yearbook 2025**. Disponível em: <https://nvca.org/document/nvca-2025-yearbook/>.
Último acesso em maio 2025.

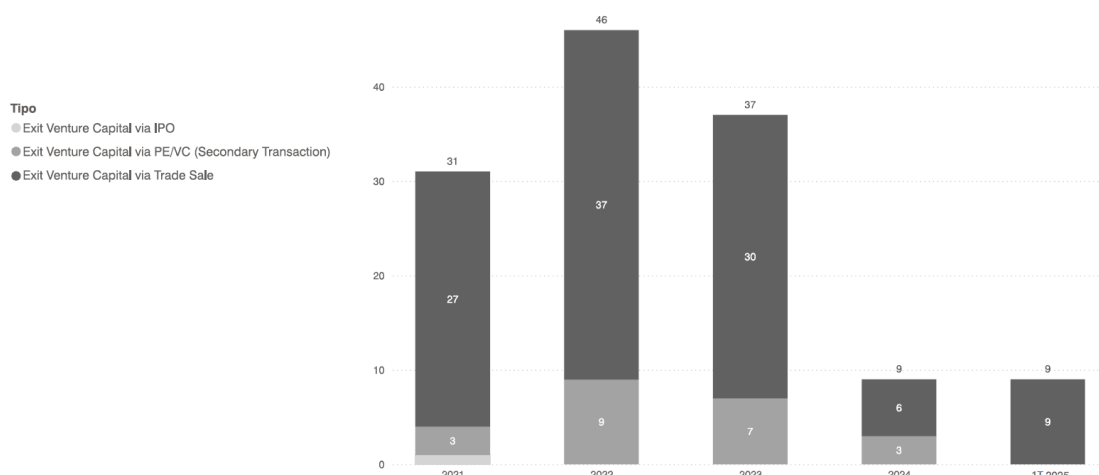
¹³¹ NEOFEEED. **Nos IPOs de tech, o mercado impõe uma dura realidade aos fundos de venture capital**. NeoFeed, São Paulo, 15 fev. 2024. Disponível em: <https://neofeed.com.br/startups/nos-ipos-de-tech-o-mercado-impo-e-uma-dura-realidade-aos-fundos-de-venture-capital/>. Acesso em: 15 jun. 2025.

¹³² NVCA. **NVCA Yearbook 2025**. Disponível em: <https://nvca.org/document/nvca-2025-yearbook/>. Último acesso em maio 2025.

¹³³ A contagem pode ser acompanhada em tempo real no site Stock Analysis, disponível em: <https://stockanalysis.com/ipos/statistics/>. Último acesso em maio 2025.

A título de comparação, o último relatório trimestral de 2024 da Associação Brasileira de Venture Capital (ABVCAP)¹³⁴ revela que, entre 2021 e 2024, houve apenas uma única saída de investidor via abertura de capital no Brasil, de um total de 123 saídas — isto é, 0.81% do total de saídas. Vejamos os gráficos a seguir, que ilustram esses números.

Figura 11 – Número de saídas por estratégia no mercado de VC brasileiro
Número de exits de Venture Capital



Fonte: 4º relatório trimestral de 2024 da Associação Brasileira de Venture Capital (ABVCAP). ABVCAP. **Página de Estudos e Pesquisas**. Disponível <https://abvcap.com.br/conteudo-e-informacao/estudos-e-pesquisas/>. Último acesso em maio 2025.

Apesar de o número de saídas pela negociação na bolsa de valores representar uma minoria em ambos os mercados, a proporção encontrada nos Estados Unidos indica uma maior viabilidade dessa opção de saída. A diferença em números absolutos (1 contra 340) é impressionante e parece indicar que no Brasil essa alternativa é inviável ou improvável demais para ser considerada por investidores e empreendedores, pelo menos no cenário atual do mercado de capitais brasileiro.

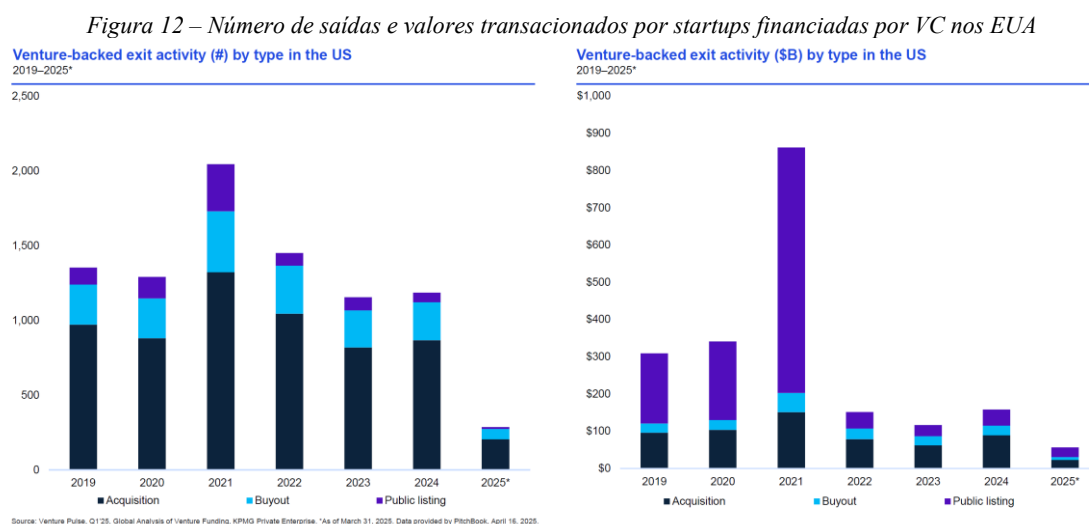
Uma última comparação interessante entre as saídas via abertura de capital e as vendas estratégicas é o valor transacionado em cada alternativa. Segundo dados da pesquisa Venture Pulse Q1 2025 da KPMG¹³⁵, a abertura de capital supera a venda estratégica em volume

¹³⁴ ABVCAP. **Página de Estudos e Pesquisas**. Disponível <https://abvcap.com.br/conteudo-e-informacao/estudos-e-pesquisas/>. Último acesso em maio 2025.

¹³⁵ KPMG. **Venture Pulse Q1 2025: Global Analysis of Venture Funding**. Disponível em: <https://kpmg.com/br/pt/home/insights/2025/05/venture-pulse-q1-2025.html>. Último acesso em abril 2025.

transacionado por operação, nos Estados Unidos. Entre as 340 startups que abriram capital em bolsas estadunidenses, foram captados 1,95 trilhões de dólares em comparação aos 870 bilhões dentre as 5.542 aquisições de startups.

Esses dados indicam que a abertura de capital pode ser financeiramente vantajosa enquanto estratégia de saída para fundos de VC. No entanto, essa disparidade entre os volumes das operações individuais é um fenômeno dos mercados estadunidense e asiático, enquanto que o restante do continente americano e a Europa apresentam proporções diferentes. No Brasil, como evidenciado acima, nenhuma empresa brasileira abriu capital desde setembro de 2021 e no mesmo ano apenas uma empresa que o fez era uma startup financiada por *venture capital* (a Raízen). Na Europa, o total captado em listagens públicas, de 2021 a 2024, foi 165 bilhões de dólares contra 200 bilhões para as aquisições. Vejamos os gráficos do estudo da Venture Pulse Q1 2025 da KPMG sobre a quantidade de operações e o valor transacionado, dividido por tipo de operação, entre os EUA, Europa e Ásia, respectivamente:



Fonte: KPMG (2025).

Figura 13 – Número de saídas e valores transacionados por startups financiadas por VC na Europa

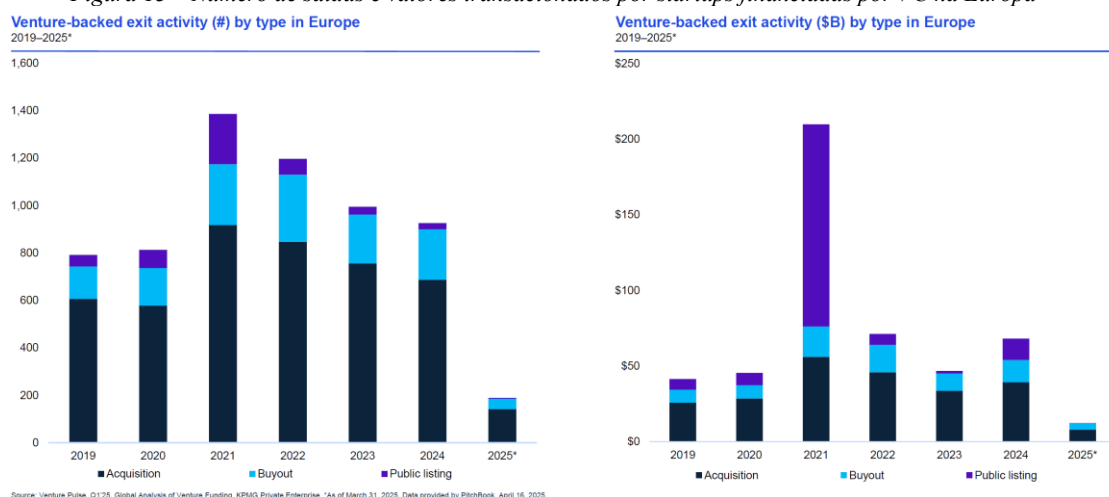
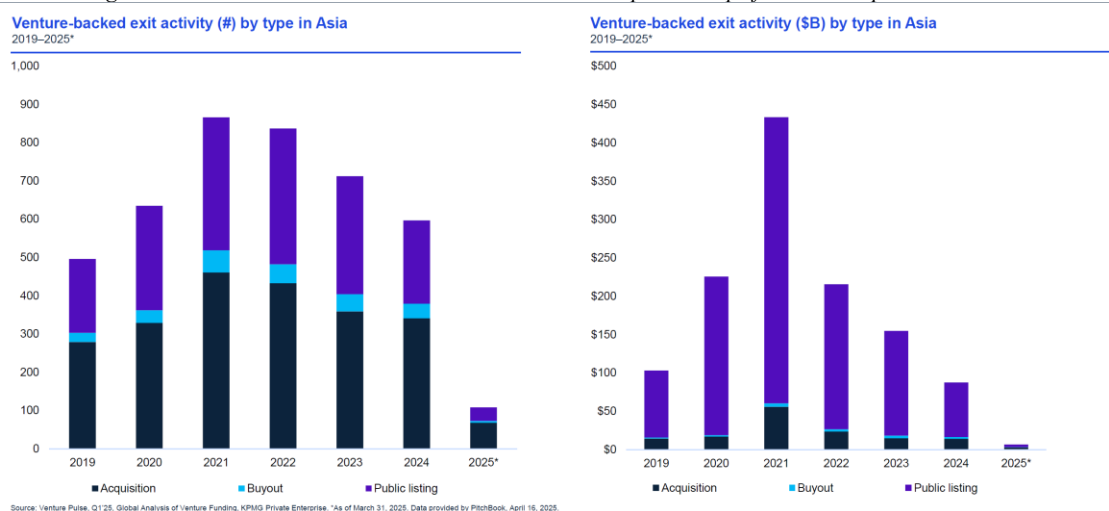


Figura 14 – Número de saídas e valores transacionados por startups financiadas por VC na Ásia



Fonte: KPMG (2025).

As bolsas de valores estadunidenses (NASDAQ e NYSE) atraem investidores e empresas do mundo inteiro, de modo a concentrar nelas um volume surpreendente de recursos. Mais de 60% dos cidadãos estadunidenses compram ações de companhias listadas nas bolsas¹³⁶, além de entidades diversas, e cerca de 20% das ações são titularizadas por investidores estrangeiros¹³⁷. Além disso, há cerca de 860 empresas estrangeiras listadas na

¹³⁶NASDAQ. **Roughly 62% of U.S. Adults Hold Stocks. Those Who Don't Could Be Missing Out on Millions.** Disponível em: <https://www.nasdaq.com/articles/roughly-62-us-adults-hold-stocks-those-who-dont-could-be-missing-out-millions#:~:text=By%20the%20numbers,That's%20not%20much>. Último acesso em abril 2025.

¹³⁷SHERWOOD NEWS. **The US stock market has become the global market over the last 60 years. Will that continue?** Disponível em: <https://sherwood.news/markets/us-stock-market-has-become-the-global-market-over-the-last-sixty-years/>. Último acesso em abril 2025.

NASDAQ¹³⁸ e 530 na NYSE¹³⁹. As duas bolsas, juntas, totalizam cerca de 62 trilhões de dólares em valor de mercado. Esses fatores incentivam e impulsionam o mercado de *venture capital* dos EUA.

O contraste entre os mercados de capitais dos EUA e do Brasil pode contribuir para o fenômeno de constituição de estruturas societárias offshore no modelo *Delaware Toast* ou *Cayman Sandwich*, pois a empresa já constituída nos EUA seria a subscritora da oferta inicial e a subsidiária brasileira continuaria como empresa operacional. Isso foi evidenciado nas entrevistas de gestores de fundos de *venture capital* brasileiros conduzidas por Silva (2019) e também em diversos materiais publicitários de agentes atuantes no mercado. Além disso, podemos citar os casos concretos de empresas brasileiras que abriram capital somente nos EUA, como PagSeguro¹⁴⁰ e Stone¹⁴¹.

Como boa notícia, podemos citar a criação do Regime FÁCIL (Facilitação do Acesso a Capital e de Incentivos a Listagens), pela CVM, em julho de 2025, por meio das Resoluções CVM nº 231 e 232. O FÁCIL tem como objetivo ampliar o acesso de companhias de menor porte ao mercado de capitais. Para tanto, busca reduzir custos, simplificar procedimentos e flexibilizar obrigações regulatórias, criando um ambiente mais acessível para empresas que buscam financiamento por meio da emissão de valores mobiliários¹⁴². A resolução se aplica a sociedades anônimas de menor porte, assim definidas aquelas que apresentem receita bruta anual consolidada inferior a R\$ 500 milhões. A criação do FÁCIL está alinhada ao conteúdo programático do MLSEI, que já havia alterado dispositivos da Lei das S.A., nomeadamente os arts. 294-A e 294-B, para permitir tratamento regulatório diferenciado a sociedades anônimas de menor porte, mediante regulamentação da CVM.

¹³⁸ STATISTA. **Number of listed companies on the Nasdaq Stock Market from 2018 to 2024, by domicile.** Disponível em: <https://www.statista.com/statistics/1330817/nasdaq-number-of-listed-companies-by-domicile/>. Último acesso em abril 2025.

¹³⁹ NYSE. **International Listings.** Disponível em: <https://www.nyse.com/listings/international-listings>. Último acesso em abril 2025.

¹⁴⁰ **PagSeguro estreia em NY com alta de 36% no maior IPO brasileiro em NY desde 2013.** Disponível em: <https://www.moneytimes.com.br/pagseguro-estreia-em-ny-com-alta-de-36-no-maior-ipo-brasileiro-em-ny-desde-2013/>. Último acesso em abril 2025.

¹⁴¹ **Brasileira Stone sobe 30% em estreia na Nasdaq e valor de mercado alcança US\$9 bilhões.** Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2018/10/25/brasileira-stone-salta-30-em-estreia-na-nasdaq-e-valor-de-mercado-alcanca-us-9-bilhoes.ghtml>. Último acesso em abril 2025.

¹⁴² A notícia foi divulgada recentemente em canais de comunicação oficiais: BRASIL. CVM. **CVM cria regime FÁCIL para facilitar acesso de companhias de menor porte ao mercado de capitais.** Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2025/cvm-cria-regime-facil-para-facilitar-acesso-de-companhias-de-menor-porte-ao-mercado-de-capitais>. Acesso em agosto de 2025.

Por tudo exposto, não podemos deixar de considerar o arrefecimento do mercado de capitais brasileiro como uma das deficiências da nossa jurisdição no que concerne ao financiamento de startups, em que pese seja evidente que esse quadro é motivado por questões macroeconômicas e que a solução para essas questões não virá somente da formulação de regras de Direito Societário e de acesso ao mercado de capitais mais adequadas ao fomento do empreendedorismo. Não obstante, é importante notar os esforços recentes realizados pela CVM, nomeadamente a consulta pública SDM 03/2024 acerca da modernização do regime dos FIPs e o regime FÁCIL.

3.2. Da maior aversão de investidores brasileiros ao risco no financiamento de startups e dos fatores que elevam o risco do investimento no Brasil

Silva (2019) concluiu que o ambiente regulatório e de negócios brasileiro apresenta certa hostilidade a investimentos de *venture capital*. Essa dita hostilidade levou as empresas gestoras de fundos a uma tolerância menor aos riscos inerentes a esses negócios. Como consequência, havia uma preferência clara das gestoras que o autor examinou por investir em startups que classificou como “empresas exponenciais de oportunidade” em detrimento das “empresas de base tecnológica”. Em outras palavras, as gestoras viam um risco financeiro menor nas startups que pretendiam resolver uma falha de mercado ou incrementar um modelo de negócios já existente (leia-se, aproveitar uma “oportunidade”) do que aquelas que, por meio de pesquisa, pretendiam desenvolver novas tecnologias. Isso porque o desenvolvimento de novas tecnologias poderia não gerar os frutos esperados ou se daria em uma janela temporal muito extensa, incompatível com as expectativas das gestoras de fundos, sobretudo se essas tinham como foco realizar investimentos em estágios iniciais da startup.

Essa maior aversão ao risco no mercado de VC brasileiro possivelmente resulta em contratos mais analíticos e complexos e, conforme verificamos anteriormente. Como consequência, são maiores os custos de transação para empreendedores e investidores na negociação de seus contratos.

Ademais, diversos dos projetos mencionados nas entrevistas realizadas por Silva (2019) dependeram do suporte financeiro ou operacional de entes públicos, com destaque para o BNDES e a Finep, que contribuíram com a criação de fundos de investimento, o aporte de recursos, a contratação de profissionais para atuar na gestão dos fundos por meio de pregões públicos e até mesmo alguns esforços para captação de investidores interessados. Se, por um lado, o fomento à inovação pelo Estado é louvável, por outro, uma forte dependência

de tal apoio demonstra uma falta de interesse, de recursos ou de apetite pelo risco de investidores privados.

À época, Silva (2019) apresentou uma série de limitações impostas por lei, pela falta de regulamentação adequada ou mesmo pela falta de condições materiais necessárias para uma infraestrutura jurídico-regulatória de qualidade. A título de exemplo, mencionou a ausência de estruturas jurídicas compatíveis com o *venture capital* enquanto modalidade de investimentos, a demora para o exame e aprovação de patentes (chegou a ser de 14 anos, em média, em 2018), a complexidade de nossas regras tributárias, a baixa liquidez da bolsa de valores e a lentidão dos processos de registro empresarial.

Ao tempo da escrita deste trabalho, já é possível evidenciar avanços significativos em diversas searas, de modo que é possível falar em um ambiente, no mínimo, um pouco menos hostil. Por exemplo, mudanças legislativas proporcionaram o reconhecimento da startup enquanto classe diferenciada de empresa com algum nível de tratamento diferenciado; um procedimento mais célere para o registro de empresas; e algumas normas mais flexíveis de Direito Societário, conferindo mais ferramentas para investidores e empreendedores desenharem os arranjos adequados para seus investimentos.

Além disso, o tempo para análise e concessão de patentes, sendo essa outra crítica suscitada na tese de doutorado, foi reduzido substancialmente para cerca de 4,7 anos em 2023, com metas para redução progressiva de tal prazo para até 2 anos^{143, 144}.

As críticas dos gestores de fundos levantadas por Silva (2019) foram corroboradas por estudo de Bernardo e outros (2025). Na ocasião, os autores realizaram entrevistas com painel de 11 especialistas, com média de idade de 42 anos e tempo médio de atuação no mercado de *venture capital* de 12,5 anos. O grupo incluía investidores-anjo, cotistas de fundos de VC e gestores de fundos (BERNARDO E OUTROS, 2025).

Os especialistas destacaram, de forma recorrente, entraves estruturais ao avanço do capital de risco no Brasil: (i) o sistema tributário, classificado como oneroso e desestimulante; (ii) a rigidez da legislação trabalhista, inadequada à flexibilidade exigida por startups; (iii) a morosidade e burocracia do sistema de propriedade intelectual, que desincentiva o registro de

¹⁴³ GENTIL, Cátia; BEAKLINI, Otavio; PIRES DE CARVALHO, Nuno; LICKS, Otto; CRUZ, João; SOUZA, Carolina. **Um é pouco, dois é bom, três é demais? Para se requerer exame de pedido de patente, três anos é muito melhor.** Migalhas: Migalhas de Peso, 7 out. 2024. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/416733/para-se-requerer-exame-de-pedido-de-patente-tres-anos-e-muito-melhor>. Último acesso em fev. 2025.

¹⁴⁴ BRASIL. Governo Federal. **INPI e MDIC avançam para agilizar patentes e marcas no Brasil** <https://www.gov.br/inpi/pt-br/central-de-conteudo/noticias/inpi-e-mdic-avancam-para-agilizar-patentes-e-marcas-no-brasil>. Último acesso em fev. 2025.

patentes; e (iv) a ineficiência da lei de falências, considerada punitiva e desestimulante à reinserção de empreendedores (BERNARDO E OUTROS, 2025).

Além disso, o ordenamento jurídico brasileiro vivencia momento de iminente mudança de regras fiscais, a ser concretizada com a progressiva entrada em vigor da Lei Complementar nº 214/2025, a chamada “Reforma Tributária”. A mudança de paradigma, apesar de gradual, sujeitará empreendedores, investidores e profissionais a dominarem uma série de novas regras, sem qualquer garantia de retorno financeiro ou redução de custos no curto prazo. A imprevisibilidade aumenta o risco de investir em empresas e afasta investidores, sobretudo o capital estrangeiro, que está mais distante da realidade brasileira e necessita de mais suporte para compreender as normas existentes e aplicáveis ao negócio e como essas repercutem na sua esfera de direitos e obrigações.

Ademais, discute-se também uma reforma do Código Civil¹⁴⁵, com propostas de mudança na disciplina das LTDAs. Para essa iniciativa foram formadas subcomissões temáticas e, felizmente, a de Direito Empresarial é formada por renomados juristas¹⁴⁶ e as sugestões feitas podem ser consideradas bem-vindas. A título de exemplo, a subcomissão sugeriu uma série de disposições sobre a paridade, a interpretação e a atipicidade natural dos contratos empresariais, sendo essas todas premissas que fortaleceriam o princípio da autonomia privada, tão relevante para os contratos de investimento em startups. Entretanto, não há garantia de que as proposições da subcomissão serão incorporadas ao texto legal, considerando que o futuro projeto de lei ainda percorrerá caminho nas duas casas do Poder Legislativo, e este estará sujeito a qualquer sorte de mudanças, inclusive eventuais modificações prejudiciais aos princípios caros ao financiamento das startups.

Por fim, poderíamos mencionar, ainda, o Projeto de Lei nº 1.087/2025, do Governo Federal, que visa modificar o status quo de não incidência de tributos sobre a distribuição de lucros e dividendos de participações societárias. O texto encaminhado ao Congresso trata da tributação dos montantes superiores a R\$ 50 mil mensais, à alíquota de 10%, e, simultaneamente, da isenção do imposto de renda sobre rendimentos tributáveis até R\$ 5 mil reais mensais. A proposta é feita com a intenção de alcançar pessoas físicas de alta renda e não é possível prever sua repercussão no cenário macroeconômico brasileiro, de modo que não se descarta a possibilidade de que uma nova lei nesse sentido gere mais benefícios ao ambiente

¹⁴⁵ BRASIL. SENADO FEDERAL. **Projeto de Lei nº 4/2025**. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/166998>. Acesos em agosto de 2025.

¹⁴⁶ BRASIL. SENADO FEDERAL. **Relatórios Parciais - Subcomissões da CJCODCIVIL**. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/atividade/comissoes/comissao/2630/documentos/7935>. Acesso em agosto de 2025.

de negócios brasileiro. Contudo, voltamos à ideia exposta anteriormente, de que a incerteza aumenta o risco do investidor e, conseqüentemente, o custo de capital.

3.3. Da falta de especialização dos tribunais brasileiros e ausência de jurisprudência sobre assuntos relevantes para o mercado das startups

A crescente complexidade das controvérsias empresariais e societárias evidencia a importância de foros especializados para conferir qualidade técnica, previsibilidade e celeridade à tutela jurisdicional. Nani e Timm (2023)¹⁴⁷ identificam um movimento global de segmentação por matéria e registra, por exemplo, a existência de cerca de 360 tribunais ambientais no mundo e que ao menos 90 países dispõem de cortes especializadas em propriedade intelectual.

A experiência do estado de São Paulo com as Câmaras Reservadas de Direito Empresarial é citada como exemplo de especialização em instância recursal. Entretanto, a especialização judiciária envolve custos relevantes de implementação e manutenção: investimentos em instalações, tecnologia e capacitação de magistrados e servidores, além de custos de oportunidade na alocação de recursos escassos do Judiciário. E, mesmo quando viável financeiramente, a especialização pode revelar-se ineficiente se o recorte material for demasiadamente estreito ou se o volume de demandas for baixo e esporádico, produzindo ociosidade e baixa produtividade (Nani e Timm, 2023).

Nani e Timm (2023) postulam que, para decidir “se” e “como” especializar, a literatura propõe critérios objetivos: considerar complexidade técnica da matéria, volume processual atual e projetado, possibilidade de isolar a competência, gargalos de celeridade e inconsistências jurisprudenciais. Experiências comparadas recomendam avaliações prévias e relatórios de comitês, bem como escrutínio sobre sazonalidade da demanda, estímulos normativos à litigiosidade e efeitos de mora sobre direitos em jogo.

Portanto, entendemos que não cabe, no contexto brasileiro atual, cogitar um tribunal especializado em contratos de investimento e governança corporativa das startups. É mais crível a proposta de criação de uma instância recursal especializada em Direito Empresarial em sentido mais amplo e em nível estadual, como ocorrido em São Paulo. Ou, ainda, proposta mais ousada seria a criação de câmaras reservadas em nível regional, agrupando unidades

¹⁴⁷ NANI, Ana Paula Ribeiro; TIMM, Luciano Benetti. **A especialização judiciária por matéria: um panorama com base em alguns aspectos fundamentais.** Revista de Análise Econômica do Direito, v. 6, ano 3, jul./dez. 2023.

federativas de uma mesma região geográfica, tal como ocorre com a organização dos Tribunais Regionais Federais.

Nani e Timm (2023) também pontuam que, na especialização dos tribunais, há o risco de concentrar ganhos de qualidade e eficiência em apenas um grupo de litigantes, sem difusão sistêmica das melhorias. Entendemos que isso pode ocorrer no cenário brasileiro, uma vez que há câmaras especializadas no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, mas as empresas de fora do referido estado não podem submeter seus litígios para lá e, portanto, não capturam os ganhos da especialização daquela corte. A proibição da livre eleição do foro se dá em virtude de recente alteração do Código de Processo Civil, em seu art. 63, §1º, segundo a qual a escolha só produz efeitos se houver pertinência com o domicílio ou residência das partes ou com o local da obrigação¹⁴⁸.

Em tese, a startup poderia adotar como sede alguma cidade do estado de São Paulo, de modo a suprir a exigência do CPC, mas caso a empresa não opere, de fato, naquela localidade, daríamos azo a outras situações incongruentes, como no recolhimento de tributos, adesão a regras municipais e estaduais, obtenção de alvarás de funcionamentos, entre outras. Não seria possível fazer, em São Paulo, como os empreendedores e investidores estadunidenses e simplesmente constituir a sociedade em Delaware, para usufruir dos serviços da *Court of Chancery*.

Além disso, experiências estrangeiras sinalizam a importância de foros especializados e procedimentos acelerados: em Delaware, *expedited proceedings* com instrução de testemunhas e peritos são concluídos, como regra, em 3 a 5 meses, produzindo decisões densas e com extensa produção probatória (MIRANDA, 2024)¹⁴⁹.

Paralelamente, a arbitragem ocupa papel relevante no tratamento de disputas societárias complexas. A doutrina destaca ganhos de celeridade e especialização, bem como o dever de confidencialidade das partes e dos árbitros sobre o litígio, em contraste com a publicidade dos processos judiciais (DE LUCCA e RAMALHO, 2017)¹⁵⁰. Não obstante, o custo elevado de procedimentos arbitrais pode funcionar como barreira de acesso para

¹⁴⁸ “Art. 63. As partes podem modificar a competência em razão do valor e do território, elegendo foro onde será proposta ação oriunda de direitos e obrigações. § 1º A eleição de foro somente produz efeito quando constar de instrumento escrito, aludir expressamente a determinado negócio jurídico e guardar pertinência com o domicílio ou a residência de uma das partes ou com o local da obrigação, ressalvada a pactuação consumerista, quando favorável ao consumidor. (Redação dada pela Lei nº 14.879, de 4 de junho de 2024)”.

¹⁴⁹ MIRANDA, Daniel Calhman de. **Lacunas no sistema de resolução acelerada de disputas societárias – diagnóstico e sugestões**. Revista de Direito Societário e M&A, v. 5, ano 3, jan./jun. 2024

¹⁵⁰ DE LUCCA, Newton; RAMALHO, Matheus Sousa. **Reflexões sobre a contribuição da arbitragem internacional para a solução de conflitos de interesses nas companhias**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 75, jan./mar. 2017.

determinados acionistas minoritários ou partes hipossuficientes da relação (por exemplo, um funcionário detentor de direitos oriundos de plano de *stock options*).

Ademais, no contexto do financiamento de startups, caso o investimento se dê por meio de FIP, a sociedade deverá adotar cláusula compromissória de arbitragem para solucionar conflitos societários, caso sua receita bruta anual seja superior a 20 milhões antes do investimento ou, após o investimento, ultrapasse R\$ 400 milhões, nos termos da Resolução CVM 175/2022¹⁵¹.

Conquanto desejável e eficaz em inúmeros cenários, a arbitragem não substitui a necessidade de instituições estatais qualificadas para o desenvolvimento do direito societário. Por esse motivo, acreditamos que o aprimoramento do sistema judiciário brasileiro passa, também, por uma especialização das cortes em matéria de Direito Societário e contratos empresariais, primando por decisões técnicas e que homenageiem a autonomia privada das partes contratantes.

3.4. A utilização de estruturas offshore para evitar ou reduzir os riscos do investimento em startups brasileiras

Nas últimas décadas, o mercado de *venture capital* latino-americano vem observando o fenômeno da constituição de estruturas societárias em jurisdições estrangeiras (estruturas offshore), por exigência de investidores internacionais. Segundo levantamento da Latitud Ventures, em 2022, cerca de 47.7% das startups latino-americanas avaliadas em mais de 1 bilhão de dólares (os chamados “unicórnios”) possuíam estruturas offshore¹⁵².

¹⁵¹ Trata-se da leitura conjunta dos artigos 8º e 14 do Anexo Normativo IV: Art. 8º. As companhias fechadas referidas no art. 5º deste Anexo Normativo IV devem seguir as seguintes práticas de governança: [...] IV – adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários; [...] Art. 14. As sociedades investidas pela classe do tipo “Capital Semente”: I – devem ter receita bruta anual de até R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais), apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte da classe, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos 3 (três) exercícios sociais; e II – estão dispensadas de seguir as práticas de governança previstas no art. 8º deste Anexo Normativo IV. § 1º Nos casos em que, após a realização do investimento, a receita bruta anual da sociedade investida exceda ao limite referido no inciso I, a investida deve, em até 2 (dois) anos contados a partir da data de encerramento do exercício social em que apresente receita bruta anual superior ao referido limite: I – atender ao disposto no art. 8º, incisos III, V e VI, deste Anexo Normativo IV enquanto a sua receita bruta anual não exceder a R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais). II – atender integralmente ao art. 8º deste Anexo Normativo IV, caso a sua receita supere o montante referido no inciso I.

¹⁵² LATITUD. **Cayman sandwich: what is it and why does it taste so good?** (Publicado em 30 de agosto de 2022). Disponível em: <https://www.latitud.com/blog/cayman-sandwich-corporate-structure-startups>. Acesso em: fevereiro de 2025.

Na tentativa de questionar esse dado, conduzimos pesquisa própria considerando os crivos feitos pelas assessorias Distrito¹⁵³ e Tracxn¹⁵⁴, o primeiro até fevereiro de 2025 e o segundo até agosto de 2025. O resultado está compilado no Apêndice A deste trabalho. Ao todo, foram consideradas 25 startups, das quais 14 possuem como sócias pessoas jurídicas estrangeiras, isto é, 56% dos casos; enquanto 11 estão constituídas sob a forma de S.A. e não é possível acessar seu quadro societário publicamente ou, apesar de estarem constituídas como LTDAs, possuem como sócias uma S.A., persistindo a falta de acesso a informações sobre o quadro societário. Não foram encontradas, dentre os unicórnios brasileiros, estruturas compreendidas por uma startup operacional sob a forma de LTDA e sócios pessoa jurídica ou pessoa natural brasileiros.

O resultado corrobora o levantamento de anos atrás da Latitud Ventures, sobre a preferência pela internacionalização da estrutura de governança da startup cuja avaliação financeira supera 1 bilhão de dólares. Além disso, muito embora não seja possível tomar conhecimento de eventuais acordos de acionistas firmados entre os sócios dessas startups, dado o seu caráter confidencial, imagina-se que a governança corporativa das startups que operam como LTDAs seja regida por leis estrangeiras, pois, como vimos, o regime das S.A. é mais funcional para o desenho de tais regras, no Brasil.

Um modelo conhecido desses arranjos é o Cayman Sandwich (em tradução livre, “sanduíche das Caimã”), assim batizado porque compreende uma estrutura de três camadas: primeiro, é criada uma holding sediada nas Ilhas Cayman para recebimento dos recursos de investidores e no âmbito da qual serão tomadas as deliberações sociais; segundo, uma sociedade empresária nos Estados Unidos, que atua como intermediária, para repasse de valores e para facilitar eventuais estratégias de saída; por fim, a companhia operacional sediada em solo latino-americano, responsável por desenvolver e oferecer produto ou serviço ao mercado.

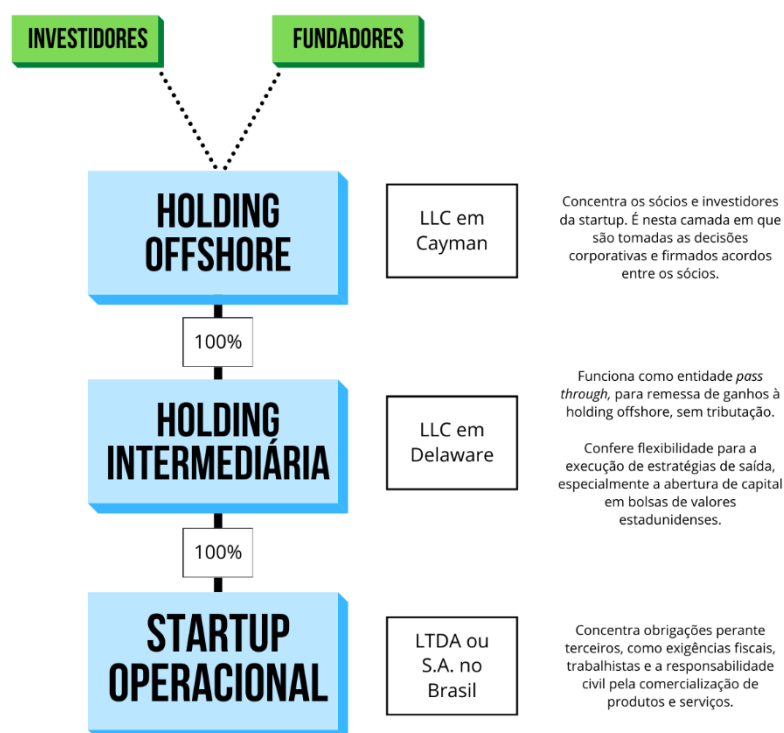
O modelo surgiu a partir da atuação da gestora de fundos Kaszek Ventures, especializada no financiamento de startups latino-americanas, por volta de 2011. As startups inicialmente formavam uma C-Corp em Delaware, que detinha as quotas ou ações da startup operacional latino-americana. Contudo, essa modelagem resultava em bitributação, pois todos os ganhos vindos da startup e auferidos pela C-Corp eram tributados nos EUA como *corporate*

¹⁵³ DISTRITO. **Startups unicórnio brasileiras: o que é e lista completa | 2025**. Distrito, 11 fev. 2025. Disponível em: <https://distrito.me/blog/lista-dos-unicornios-brasileiros/?utm>. Acesso em: ago. 2025.

¹⁵⁴ TRACXN. **UNICORN STARTUPS IN BRAZIL (Aug, 2025)**. Disponível em: https://tracxn.com/d/unicorns/unicorns-in-brazil/_8hyB0gzx2OtUvKmJSyeRmYi5_7jls2YD01MABluXkeQ. Acesso em: ago. 2025.

income tax. Assim surgiu o modelo que utiliza uma LLC em Delaware como holding intermediária, pela qual os ganhos transitam para outra holding (também uma LLC), nas Ilhas Caimã. Os ganhos não tributados na LLC de Delaware, considerada entidade transponível (*pass-through*) e nem na LLC das Ilhas Caimã, pelas regras fiscais próprias daquela jurisdição (Latitud, 2022). A figura abaixo ilustra o modelo:

Figura 15 – Modelo de Estruturação Offshore via “Cayman Sandwich”



Fonte: Elaboração própria.

Uma forma alternativa ao Cayman Sandwich é a “Delaware Tostada”, que consiste em eliminar da estrutura a camada da holding offshore nas Ilhas Caimã. A estrutura seria composta, então, apenas de uma LLC em Delaware, como controladora, e uma subsidiária integral sediada no local de operação principal da startup. Esse modelo, contudo, apresenta algumas limitações, pois, como vimos em capítulos anteriores, o tipo societário LLC não necessariamente comportará facilmente os acordos de governança corporativa da startup tipicamente realizados entre empreendedores e investidores, como, por exemplo, a emissão de quotas ou ações

preferenciais, com direitos políticos e vantagens econômicas distintas, ou a concessão de *stock options* a colaboradores da startup (LATITUD, 2023¹⁵⁵; PORTAL STARTUPS, 2025¹⁵⁶).

Um argumento para a adoção de tais estruturas é que o investidor estrangeiro, supostamente, desfrutaria de maior segurança jurídica para a relação societária, pois essa seria regida por leis mais conhecidas e flexíveis em matéria de Direito Societário, as de Delaware ou as das Ilhas Caimã — e, portanto, vistas como mais adequadas. Além disso, eventuais conflitos seriam dirimidos pelas cortes locais, tidas como mais especializadas na área. Em contrapartida, os empreendedores teriam acesso a recursos financeiros muito mais vastos e qualificados, de um mercado global de financiamento de startups (global, pois os recursos transacionados não vêm apenas de pessoas e entidades estadunidenses).

Silva e Pereira (2024, p. 2), em estudo pioneiro na crítica ao modelo Cayman Sandwich, reconhecem como seu principal benefício a viabilização de acesso ao capital estrangeiro por startups brasileiras, mas sustentam que os custos de tal prática são negligenciados.

Os autores pontuam que os investidores estrangeiros exigem a adoção de estruturas offshore por dois conjuntos de problemas: (i) o risco de responsabilização dos investidores por obrigações das sociedades investidas; (ii) as restrições impostas pela legislação societária da sede da startup investida, que impediria ou tornaria mais custosa a utilização de acordos comuns ao mercado de *venture capital*.

Quanto ao primeiro ponto, no caso brasileiro, por exemplo, os fundos de *venture capital* assumem a forma de Fundos de Investimento em Participações (FIPs), regulados atualmente pela Resolução CVM nº 175/2022. Somente com a promulgação da Declaração de Direitos de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019), em 2019, passou a haver previsão legal quanto à limitação da responsabilidade dos cotistas ao valor de seus aportes, devendo essa previsão constar do regulamento do fundo¹⁵⁷. O mesmo entendimento foi replicado na regulamentação da CVM¹⁵⁸. Ocorre que, até a recente edição das referidas normas, vigorava um regime de

¹⁵⁵ LATITUD VENTURES. “**Delaware LLC: o que é uma Delaware Tostada e por que sua startup pode precisar de uma**”. Disponível em: <https://www.latitud.com/blog/delaware-llc-tostada-pt>. Publicado em 08/02/2023. Acesso em julho de 2025.

¹⁵⁶ Portal Startups. “**Estruturas Offshore para startups: Delaware Tostada e Cayman Sandwich**”. Disponível em: <https://startups.com.br/coluna/estruturas-offshore-para-startups-delaware-tostada-e-caymann-sandwich/>. Publicado em 14/02/2025. Acesso em julho de 2025.

¹⁵⁷ Código Civil de 2002: “Art. 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer: I - a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas.”

¹⁵⁸ Nos termos da Resolução CVM nº 175/2022: “Art. 6º Da denominação do fundo deve constar a expressão “Fundo de Investimento”, acrescida de referência a sua categoria. [...] § 3º Caso o regulamento limite a

responsabilidade subsidiária: os cotistas podiam ser chamados a aportar recursos adicionais em caso de patrimônio líquido negativo do fundo¹⁵⁹. Isso significava que, no pior dos cenários, caso o fundo de investimentos viesse a responder por dívida da startup investidas, os cotistas do fundo, por sua vez, poderiam ser compelidos a fazer novos aportes para quitar o prejuízo. Tratava-se de um desvio completo da lógica adotada no exterior, de fundos de *venture capital* constituídos como *limited partnerships*, em que o cotista do fundo contava com verdadeira limitação de responsabilidade.

Além disso, para os autores, uma segunda dimensão do problema são os riscos de responsabilização do fundo investidor como se sócio fosse em evento de desconsideração da personalidade jurídica da startup investida, ainda que o Direito Societário Brasileiro também tenha como princípio a autonomia patrimonial entre as sociedades e seus sócios. Por fim, uma terceira dimensão de preocupação dos investidores seria o sistema jurídico marcado por uma rigidez normativa, típica dos países de tradição de *civil law*, em contraste com os sistemas de *common law* (SILVA e PEREIRA, 2024, p. 6-7).

Nesse sentido, o modelo de Cayman Sandwich seria responsável por concentrar os riscos inerentes à atuação da startup na empresa operacional, constituída no Brasil, como, por exemplo, as obrigações e eventuais passivos fiscais, trabalhistas e civis, e viabilizaria o desenho de uma estrutura de governança corporativa para a startup sob as normas e a lógica de Delaware ou das Ilhas Caimã (ambas jurisdições de tradição de *common law* e com leis societárias principiologicamente semelhantes).

Não obstante os eventuais benefícios da estrutura, os autores apontam para custos diretos incorridos pelas startups. A constituição e a manutenção de três entidades distintas, distribuídas em três jurisdições diferentes, gera despesas adicionais tanto na incorporação e nas operações rotineiras quanto em eventos societários relevantes, como rodadas de financiamento,

responsabilidade dos cotistas ao valor por eles subscrito, à denominação da classe deve ser acrescido o sufixo “Responsabilidade Limitada”.”

Além disso, no art. 18: “Art. 18. O regulamento pode prever que a responsabilidade do cotista é limitada ao valor por ele subscrito. Parágrafo único. Caso o regulamento não limite a responsabilidade do cotista, os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo, sem prejuízo da responsabilidade do prestador de serviço pelos prejuízos que causar quando proceder com dolo ou má-fé.”

Por fim, no art. 29, sobre a obrigatoriedade de assinatura de termo de adesão ao risco em caso de responsabilidade ilimitada dos cotistas: “Art. 29. Por meio de um termo de adesão e ciência de risco, ao ingressar no fundo todo cotista deve atestar que: [...] §3º Caso o regulamento do fundo não limite a responsabilidade do cotista ao valor por ele subscritos, o cotista deve atestar que tem ciência dos riscos decorrentes da responsabilidade ilimitada, nos termos do Suplemento A”.

¹⁵⁹ A instrução CVM nº 555/2014, ora revogada, dispunha, em seu art. 15, que “Os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nesta Instrução.”

concessão de opções, transferências de ações, realização de auditorias e outras operações societárias complexas. Ademais, tende-se a depender de maneira mais acentuada de consultores tributários e jurídicos especializados em múltiplas jurisdições. Por fim, há os custos de desmontagem da estrutura Cayman Sandwich diante de um evento de liquidez para os investidores. No caso da venda da startup a outra empresa — que, aliás, é a estratégia de saída de investidores mais comum — caso o comprador seja agente que atua tão somente no mercado local em que a startup opera, as sociedades offshore de Delaware e das Ilhas Caimã podem tornar-se desnecessárias, cabendo a sua liquidação e encerramento (SILVA e PEREIRA, 2024, p. 8-9).

Por esse motivo, a assessoria jurídica Cooley LLP, em publicação sobre o tema, recomendou a estrutura Cayman Sandwich para os casos em que os empreendedores almejam financiamento substancial por investidores institucionais estrangeiros; e a principal estratégia de saída não é a venda para um comprador baseado nos EUA (pois este estaria obrigado ao recolhimento de *corporate tax* tal como se a sociedade das Ilhas Caimã não existisse). Por outro lado, a estrutura não seria recomendada para os empreendedores que esperam financiamento de entidades sediadas na mesma jurisdição em que a startup opera¹⁶⁰. Para a gestora Latitud Ventures, a escolha da estrutura mais adequada será determinada pela origem dos investidores (se locais ou estrangeiros), o valor da rodada de investimentos (sendo que, caso essa seja superior a 100 mil dólares, alternativas offshore devem ser consideradas) e a preferência pela utilização de ações preferenciais, hipótese em que deverá ser adotada o modelo Cayman Sandwich (LATITUD, 2023).

Para Silva e Pereira (2024), a adoção reiterada do modelo de Cayman Sandwich gera custos sistêmicos indiretos para o ambiente de negócios e o ordenamento jurídico brasileiros. Esses custos se dividiriam em duas categorias: (i) prejuízo ao desenvolvimento de soluções decorrentes da autonomia privada dos agentes (“*private ordering*”, na literatura estrangeira); (ii) prejuízo à melhoria do ambiente jurídico-institucional brasileiro, que se daria pela especialização dos tribunais e formulação de políticas públicas de fomento.

Quanto à primeira categoria, os autores defendem que as soluções de ordem privada geralmente são desenvolvidas por agentes pioneiros ou líderes do mercado, capazes de identificar questões recorrentes em seus negócios e projetar estratégias e alternativas para mitigá-las. Essas soluções são testadas, replicadas, refinadas, até que se tornem amplamente

¹⁶⁰ Cooley LLP. **The Cayman Sandwich: A Potential Corporate Structure Solution for LatAm Startups?**. Disponível em: <https://www.cooleygo.com/the-cayman-sandwich-a-potential-corporate-structure-solution-for-latam-startups/>. Acesso em agosto de 2025.

aceitas e padronizadas¹⁶¹. Contudo, as soluções bem-sucedidas no exterior não necessariamente poderão ser replicadas com as mesmas funcionalidades no ordenamento brasileiro, outras soluções surgiriam em resposta às particularidades locais (SILVA e PEREIRA, 2024, p. 9). Nesse sentido, podemos citar o surgimento e utilização do contrato de mútuo conversível, invenção brasileira para atendimento das necessidades locais, muito embora já tenhamos formulado algumas críticas a esse modelo de contratação. Na visão dos autores, o Cayman Sandwich, se adotado amplamente, dificulta a inovação contratual e a experimentação em nível local e, conseqüentemente, o desenvolvimento do mercado de financiamento de startups brasileiro.

Quanto à segunda categoria, a privação do desenvolvimento dos sistemas jurídicos locais, os autores destacam a falta de oportunidades para ganho de expertise por nossos tribunais e para formulação de políticas públicas de fomento ao financiamento de startups. A utilização da estrutura Cayman Sandwich significa deslocar a resolução de eventuais conflitos societários da jurisdição brasileira para uma estrangeira, por acreditar que esta última estaria mais apta a alcançar soluções previsíveis, acertadas, exequíveis e tempestivas. Nessa linha, se os tribunais brasileiros não são provocados a decidir sobre questões atinentes aos contratos de investimento em startups, não serão capazes de construir jurisprudência a respeito de tais temas (SILVA e PEREIRA, 2024, p. 10). Nesse ponto, acrescentamos que a falta de previsibilidade sobre as decisões judiciais aumentará o sentimento de insegurança jurídica que permeia as relações entre investidores e empreendedores, levando-os a negociações contratuais mais extensas e complexas e, portanto, aumentando os custos de transação do negócio.

Além disso, quanto à formulação de políticas públicas adequadas ao mercado de VC, os autores pontuam que, recentemente, na América Latina, houve uma série de esforços com o intuito de fomentar o financiamento de startups, em geral, reformas com o intuito de expandir a autonomia privada das partes contratantes e flexibilizar padrões legais. Os autores citam, no México, a criação da *Sociedad Anomia Promotora de Inversion (Sapi)*, em 2006, uma sociedade anônima que permite a emissão de diferentes classes de ações com direitos e obrigações diferenciados; no Chile, a criação da *Sociedad por Acciones (SpA)*, em 2007, figura semelhante com custos reduzidos e procedimentos de registro simplificados; na Colômbia, a

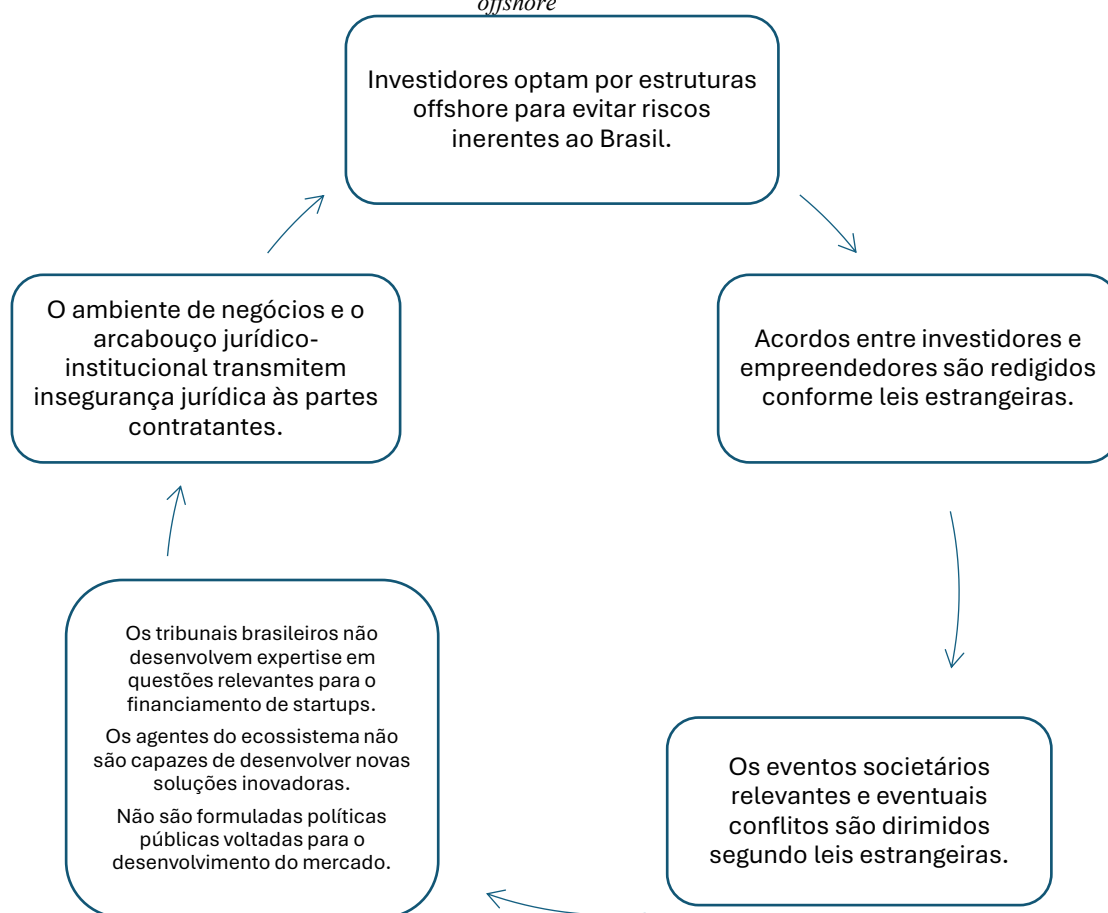
¹⁶¹ Nesse sentido, os autores pontuam que todas as principais soluções de ordem privada surgiram no mercado de VC dos Estados Unidos, por exemplo: “(i) financiamento por estágio (staged financing) e sindicalizado; (ii) a criação de incentivos para empreendedores e funcionários; (iii) instalação de conselhos de administração com membros independentes que mediam as relações entre empreendedores e investidores; e (iv) ações preferenciais com direitos econômicos e de voto especiais.”

Sociedad por Acciones Simplificada (SAS), em 2008, um tipo societário previsto em estatuto separado dos códigos civil e comercial, com regras explícitas sobre a execução de acordos de acionistas (SILVA e PEREIRA, 2024, p. 11).

No Brasil, também vivenciamos uma série de mudanças legislativas recentes e relevantes para o Direito Societário e o mercado de financiamento de startups, sobre as quais discorreremos no capítulo seguinte.

Ocorre que, não obstante essas iniciativas, a adoção da estrutura de Cayman Sandwich em larga escala dificulta a aferição dos resultados de políticas públicas pensadas e implementadas para o fomento do ecossistema de startups locais (SILVA e PEREIRA, 2024, p. 11). É como se a utilização de estruturas offshore proporcionasse um ciclo vicioso para o ecossistema de startups brasileiro, conforme o esquema visual abaixo:

Figura 16 – Ciclo de custos institucionais para o ecossistema de startups brasileiro causados pela utilização de estruturas offshore



Fonte: elaboração própria, largamente baseada no artigo de SILVA e PEREIRA (2024).

Por fim, é necessário ressaltar que há pouca literatura científica acerca do Cayman Sandwich, bem como das implicações de sua utilização para os agentes econômicos e os

mercados locais de financiamento de startups em que estão inseridos, sendo o trabalho de Silva e Pereira uma novidade muito bem-vinda. Grande parcela das informações disponíveis sobre a prática foram divulgadas por assessorias jurídicas ou financeiras atuantes no mercado de *venture capital*, o que pode conferir certo viés de confirmação quanto às vantagens da adoção de estruturas offshore, pois essas mesmas assessorias oferecem serviços especializados que compreendem a montagem dessas estruturas.

Não obstante, é impossível desconsiderar a relevância do modelo para o financiamento de startups, considerando os exemplos de startups “unicórnios” que operam no Brasil, de modo que o fenômeno merece atenção de pesquisadores e profissionais do mercado de *venture capital* brasileiro.

Concordamos com o postulado por Silva e Pereira quanto aos custos institucionais da adoção de estruturas offshore por startups brasileira e, portanto, acreditamos que o mercado de *venture capital* brasileiro deve continuar em evolução com o objetivo de atrair capital estrangeiro e viabilizar a formação de estruturas que capturem e retornem valor para o ecossistema de startups local, eliminando-se as causas que dissuadem as partes de estruturar o investimento em startups brasileiras por meio de estruturas offshore.

Não se trata de tarefa fácil, afinal, ao longo deste estudo, identificamos algumas premissas do comportamento dos agentes econômicos indicativas de que modelos estabelecidos de contratos de financiamento de startups tendem a se perpetuar até que sejam substanciais e óbvias as vantagens de um novo modelo em relação ao status quo, pois simplesmente adotar a modelagem mais usual reduz significativamente os custos de transação entre empreendedores e investidores. Como exemplo, podemos citar, como evidenciado no Capítulo 2, a utilização de C-Corps ao invés de LLCs para startups estadunidenses, pois todos os agentes do mercado já conhecem os modelos de contratos de investimentos, acordos de acionistas, leis e jurisprudência aplicáveis às C-Corps, ainda que seja possível adotar acordos semelhantes no contexto das LLCs, dado que as leis societárias de Delaware conferem ampla autonomia privada às partes contratantes nessa forma.

Outro exemplo é o próprio modelo de Cayman Sandwich, que é substancial e evidentemente mais vantajoso que a formação de uma C-Corp para investir em uma startup operacional brasileira, hipótese em que haveria recolhimento de tributos de aproximadamente 21% de quaisquer valores auferidos pela C-Corp na forma de *corporate tax income*¹⁶².

¹⁶² Ibid.

Nessa toada, ainda que seja possível atrair investidores estrangeiros e conscientizá-los quanto à adequação do ordenamento jurídico brasileiro ao investimento em startups, é difícil imaginar um modelo que possa substituir o Cayman Sandwich em todo o seu potencial.

Primeiro, do ponto de vista fiscal, o ordenamento brasileiro dificilmente conseguiria oferecer condições mais favoráveis que as Ilhas Caimã. Suponhamos que um fundo de VC estrangeiro adquira participação em uma startup brasileira e, portanto, faz jus ao pagamento de dividendos e, em caso de venda da startup ou abertura de capital, negociaria suas ações por um valor muito superior ao de aquisição. Não há, até o momento, incidência de tributos no pagamento de dividendos a acionistas, mas esse cenário pode mudar com o avanço do PL 1.087/2025 e eventual promulgação de lei nesse sentido. Além disso, na hipótese de venda das ações com valorização, caso sejam vendidas as ações da startup brasileira, o investidor estaria sujeito ao pagamento de imposto de renda no percentual de 15% sobre o ganho de capital. Para evitar a incidência desse último, ainda necessitaria de uma sociedade constituída nas Ilhas Caimã ou outra jurisdição com regras equivalentes e, portanto, venderia as quotas dessa sociedade offshore e não da startup operacional.

Segundo, quanto à flexibilidade para execução de uma estratégia de saída, o modelo Cayman Sandwich facilita a venda estratégica das ações da startup a uma empresa concorrente e estimula a abertura de capital em bolsas de valores estadunidenses.

No caso da venda direta, as partes podem realizar o negócio de compra e venda na jurisdição que lhes for mais favorável, de acordo com as particularidades de cada caso, pois a participação societária poderá ser adquirida nas Ilhas Caimã, em Delaware ou no Brasil.

No caso da abertura de capital, uma empresa brasileira pode negociar seus ativos nas bolsas estadunidenses sem constituir uma sociedade lá, sendo necessário apenas cumprir os requisitos de listagem da NYSE ou da NASDAQ. É o caso de grandes companhias brasileiras, como a Petrobras, que negocia seus ativos nos EUA por meio de títulos chamados de *American Depositary Receipts (ADRs)*. Cerca de 28% das suas ações ordinárias e 12% das preferenciais são titularizadas por investidores estrangeiros, por meio de ADRs¹⁶³. O controle societário permanece exercido por ente brasileiro, o Governo Federal, sendo a Petrobras uma empresa estatal.

No cenário das startups brasileiras, a abertura de capital ocorreria em um cenário de saída de diversos investidores que acompanharam a startup ao longo da sua jornada de

¹⁶³ Composição Acionária da Petrobras, conforme dados do portal de relacionamento com o investidor, disponível em: <https://www.investidorpetrobras.com.br/visao-geral/composicao-acionaria/>. Último acesso em agosto de 2025.

financiamento para a entrada de novos acionistas, podendo o controle societário permanecer com aqueles sócios que desejam permanecer na sociedade ou ser transferido para novos adquirentes. Na hipótese de transferência de controle, não é crível imaginar que esses novos controladores, caso sejam estrangeiros, concordariam com a manutenção da governança corporativa no âmbito da sociedade brasileira, apenas, sob as leis societárias brasileiras, que, em regra, são desconhecidas pelo acionista estrangeiro.

Portanto, acreditamos que o modelo Cayman Sandwich permanecerá como uma opção viável para um grupo seleto de startups brasileiras que chamem a atenção de gestoras de fundos de VC estrangeiras, a despeito de seus custos operacionais e das leis societárias brasileiras, ainda que seja possível vislumbrar avanços nos últimos anos.

3.5. Os recentes esforços para aprimoramento do ambiente de negócios e ordenamento jurídico brasileiro para o empreendedorismo e o financiamento de startups

Em que pese os aspectos do ordenamento brasileiro já questionados, é notório que houve algum grau de formulação de políticas públicas tendentes a conferir mais autonomia privada às partes contratantes em contratos de investimento ou de sociedade, flexibilizar procedimentos de registro de sociedades e fomentar o empreendedorismo. A seguir trataremos de algumas dessas inovações e seus pontos de contato com o mercado de financiamento de startups.

A Declaração de Direitos da Liberdade Econômica, Lei nº 13.874/2019 (“DDLE”), promoveu, como princípios, a autonomia privada e a intervenção subsidiária do Judiciário nas relações privadas. Essa visão foi consagrada no artigo 421-A do Código Civil, que estipula que os contratos civis e empresariais devem ser presumidos como paritários, exceto diante de elementos que justifiquem o afastamento de tal presunção. Além disso, consigna que as partes poderão estabelecer parâmetros para a interpretação de suas cláusulas e alocar os riscos da transação como desejarem. Como vimos, o contrato de investimento em startups, seja qual for a modalidade ou instrumento contratual escolhidos, é marcado pelo alto grau de risco assumido pelo investidor, que escolhe realizar aportes financeiros e contribuir para o desenvolvimento da startup sabendo que a maioria dos empreendimentos fracassa, sendo provável que não tenha qualquer retorno, mas possível que aufera retorno exponencial. Além disso, é necessário conferir autonomia privada às partes contratantes para que possam estabelecer as regras que regerão a sua relação, seja em um contexto de sociedade, seja em momento anterior à conversão

do crédito do investidor em participação societária. Desse modo, os princípios reforçados pelo art. 421-A do Código Civil são fundamentais para os contratos de investimento de startups.

Ademais, a DDLE reforçou o princípio da autonomia patrimonial das pessoas jurídicas em relação aos seus sócios, mediante inserção do art. 49-A e mudanças nos parágrafos do art. 50. A DDLE também modificou o Código Civil para possibilitar a limitação da responsabilidade dos cotistas de fundos de investimento ao valor de seus aportes. Como evidenciado ao longo deste estudo, um dos fatores determinantes e que viabiliza o financiamento de startups é justamente a limitação da responsabilidade dos investidores aos seus valores aportados. Nesse sentido, qualquer avanço legislativo no sentido de reforçar essa proteção aos investidores é muito bem-vindo.

Por fim, a DDLE passou a conceber a existência da sociedade limitada unipessoal, sanando contrassenso que existiu por muito tempo em nosso ordenamento, que exigia que empreendedores buscassem pessoas totalmente desvinculadas da atividade empresarial, às vezes familiares ou amigos próximos, para comporem a sociedade, somente para atendimento da exigência de pluralidade de sócios. Pensando no contexto das startups, entendemos que seria um grande equívoco sujeitar um empreendedor solitário a encontrar um sócio para dividir consigo os riscos do negócio, portanto, a mudança era necessária e foi muito bem-vinda.

A Instrução Normativa nº 81/2020 do DREI se insere no movimento de modernização do registro empresarial brasileiro, tendo representado um marco na sistematização e simplificação do registro público de empresas. A normativa consolidou em um único diploma diversas regras anteriormente dispersas em outras instruções normativas do DREI, o que trouxe maior clareza, padronização e previsibilidade para empreendedores e investidores. Entre suas principais medidas, destacam-se a padronização dos atos societários, a introdução de modelos predefinidos de documentos, a regulamentação do registro digital e a ampliação do uso de assinaturas eletrônicas. A Instrução Normativa nº 1/2024, por sua vez, explicita orientações quanto ao uso de quotas preferenciais e quotas em tesouraria nas LTDAs, institutos historicamente utilizados por sociedades anônimas. Desse modo, as instruções normativas do DREI reforçam a autonomia privada das partes contratantes, na medida em que normatiza e uniformiza o funcionamento do registro empresarial por todas as unidades federativas do Brasil e coíbe atos das juntas comerciais contra a adoção das cláusulas supramencionadas em seus contratos sociais. Além disso, a simplificação procedimental da IN nº 81/2020 é relevante porque reduz barreiras de entrada ao empreendedorismo formalizado.

O Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador (LC 182 de 2021, ou “MLSEI”) já foi examinado de maneira esparsa ao longo deste trabalho. Portanto, nesta seção,

apenas evidenciaremos que a referida inovação legislativa foi positiva para o ecossistema de startups, muito embora pudesse ter sido mais abrangente e contundente em alguns aspectos. Em nosso entendimento, a inovação do MLSEI mais relevante para o ecossistema de startups foi a previsão expressa de que o investidor não é considerado sócio até a conversão de seu crédito em quotas ou ações da startup e, portanto, não deve assumir as obrigações típicas de um sócio e a ele não se estenderão os efeitos de eventual desconsideração da personalidade jurídica da startup investida, não importando se a desconsideração decorreu de decisões judiciais nas esferas civil, trabalhista ou tributária.

Outro avanço notório foi a flexibilização de algumas normas aplicáveis às sociedades anônimas. O MLSEI promoveu alterações à Lei das S.A. para admitir a composição de diretoria por um único membro. E, para as empresas que auferiram até R\$ 78 milhões de reais de receita anual, a publicação eletrônica de atos relevantes e a substituição de livros societários por registros mecanizados ou eletrônicos e a distribuição desproporcional de lucros. Essas modificações, a nosso ver, simplificam e estimulam a adoção do regime das S.A. em startups, que é o tipo societário mais adequado para a formalização dos acordos típicos do mercado de VC entre empreendedores e investidores em um momento posterior à conversão do crédito em participação societária (como o voto múltiplo ou plural, a adoção de stock options, a não incidência de impostos na emissão de novas ações com ágio, etc).

Além disso, o MLSEI promoveu o reconhecimento do empreendedorismo inovador como vetor de desenvolvimento econômico, social e ambiental; tratou da contratação de soluções inovadoras pelo Estado; e complementou o regime especial “Inova Simples”, que concede às startups um registro empresarial mais célere e prioridade no exame de pedidos de registro de marcas e patentes.

A Lei nº 14.195/2021, também chamada de “Lei de Melhoria do Ambiente de Negócios”, foi concebida a partir de uma iniciativa do Governo Federal que tinha como objetivo melhorar a pontuação do Brasil em índices internacionais de qualidade do ambiente de negócios, especialmente o Relatório Doing Business. Essa intenção foi explicitada em notícias¹⁶⁴ e no relatório executivo publicado pelo Governo Federal no ano seguinte¹⁶⁵. A nosso

¹⁶⁴ AGÊNCIA SENADO. “**Governo edita MP para facilitar abertura de empresas**”. Disponível em <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2021/03/30/governo-edita-mp-para-facilitar-abertura-de-empresas>. Último acesso em junho 2025.

¹⁶⁵ BRASIL. GOVERNO FEDERAL. “**Relatório Executivo Versão 2.0 Projeto Doing Business**”. Publicado em fevereiro de 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/secretariageral/pt-br/moderniza-brasil/eixos-do-moderniza-brasil/ambiente-de-negocios-prospero/doing-business/relatorio-executivo-encerramento-doing-business-v4-final-fev-2022.pdf>. Último acesso em junho 2025.

ver, a principal inovação da lei foi a inserção do “voto plural” no nosso ordenamento jurídico, que consiste em conferir a uma ou mais ações ordinárias uma prerrogativa de votar em determinadas deliberações com peso superior a um voto por ação. No caso brasileiro, essa prerrogativa está limitada a 10 votos por ação e a um prazo de validade de 7 anos, após o qual cada ação passa a conferir a seu acionista apenas um voto. O voto plural não deve ser confundido com outras hipóteses de majoração, limitação ou derrogação do direito de voto do acionista, como é o caso das *golden shares*, das ações preferenciais como limitações aos direitos políticos, do voto múltiplo e do “voto privilegiado” (DEON, 2022)¹⁶⁶. No contexto das startups, o voto plural é bem-vindo, pois é mais uma ferramenta à disposição das partes para o desenho de regras de governança corporativa que lhes sejam mais adequadas, em pleno exercício da autonomia privada. Por exemplo, é possível atribuir às ações dos sócios fundadores da startup uma majoração dos seus direitos de voto, de modo a garantir que esses possam influenciar mais nas decisões relevantes dos anos iniciais do empreendimento, ainda que sejam admitidos outros titulares de ações ordinárias com direito a voto.

A propósito, o prazo limite de 7 anos para o voto plural, muito embora possa ser visto como uma limitação à autonomia das partes, pode também ser considerado como uma interessante ferramenta para deslocamento do controle acionário de determinado grupo de acionistas para outro, caso não seja atingida marca ou métrica estabelecida entre as partes. Como o processo de financiamento de startups é marcado por prazos de duração entre uma rodada de investimento e outra, com metas definidas para cada rodada, o prazo atribuído à prerrogativa de voto plural pode acompanhar a duração de cada rodada.

A Lei nº 14.451/2022 instituiu, como regra geral do regime das sociedades limitadas, o quórum de mais da metade do capital social para deliberações sociais, a dita “maioria absoluta”, vide art. 1.076, inciso II. Além disso, revogou a aplicação do quórum de três quartos do capital social para determinadas matérias. A mudança simplifica o regime das LTDAs sem tolher as partes no exercício da autonomia privada, pois reduz a diversidade de quóruns prescritos como regra geral, proporcionando clareza, sem retirar dos sócios a possibilidade de preverem quóruns mais rigorosos para quaisquer matérias, conforme queiram.

¹⁶⁶ Nesse sentido, as ações preferenciais conferem vantagens patrimoniais a seus titulares e, em contrapartida, podem restringir ou derrogar o direito de voto; as *golden shares* conferem ao ente público ou a determinado acionista poderes específicos de veto ou deliberação em matérias relevantes; o voto múltiplo é um mecanismo previsto na Lei das S.A. para a hipótese específica de eleição proporcional do conselho de administração, que permite a acionistas minoritários concentrar ou distribuir seus votos para eleger representantes; e o voto privilegiado seria expressão genérica para referenciar qualquer desigualdade no exercício do voto. DEON, Marina. **“O voto plural instituído pela Lei 14.195/21 e seus efeitos no Direito brasileiro.”** Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação em Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, 2022.

3.6. Em busca de um Direito Societário das Startups ideal

Enriques, Nigro e Troger (2025) defendem que um direito societário com regras flexíveis (isto é, que confere autonomia privada suficiente às partes contratantes) fomentaria o financiamento de startups por fundos de VC, enquanto que um rigoroso conjunto de normas inibiria a mesma atividade. Isso porque o mercado de financiamento de startups depende da construção de contratos muito específicos, para, por exemplo, desenhar regras de governança corporativa que constringam condutas indesejáveis e incentivem as desejáveis, consoante todas as características típicas desse mercado e seus agentes. Em um ordenamento jurídico de plena autonomia privada, as startups investidas (na pessoa dos seus fundadores) e os investidores (representados pelos gestores de fundos) poderiam negociar livremente os direitos econômicos e políticos oriundos da relação societária (“*cash-flow and control rights*”)¹⁶⁷.

Os autores adotam a premissa de que partes contratantes sofisticadas sabem como proteger seus interesses por meio de contratos personalizados e, sob essa premissa, definem que uma lei societária otimamente flexível para o financiamento por VC é aquela que: (a) adota uma abordagem não intervencionista em relação à aplicabilidade das soluções derivadas da autonomia privada; (b) abstém-se de empregar mecanismos de preenchimento de lacunas após a conclusão do contrato que possam restringir o exercício dos direitos das partes de forma inconsistente com a lógica econômica de seus acordos e (c) pune o exercício abusivo de tais direitos, sendo o abuso o comportamento egoísta que viola o objetivo econômico do acordo de capital de risco (ENRIQUES E OUTROS, 2025).

Em poucas palavras, o direito societário ideal para os arranjos típicos desse mercado seria aquele que permite às partes definir todos os aspectos de sua relação, inclusive os critérios para preenchimento de lacunas contratuais desveladas após a formação do contrato. A lei e seus agentes deveriam apenas interferir para coibir o oportunismo contrário ao objetivo inicial das partes¹⁶⁸. Nesse cenário, defendem que as partes sofisticadas engajariam em uma barganha Coaseana e a insegurança jurídica seria mínima, dado o caráter excepcional da intervenção judicial na relação. Por fim, os autores sustentam que o direito societário do

¹⁶⁷ ENRIQUES, Luca; NIGRO, Casimiro A.; Troger, Tobias H. **Venture Capital Contracting as Bargaining in the Shadow of Corporate Law Constraints Law**. Working Paper N° 833/2025 March 2025. European Corporate Governance Institute – ECGI. Disponível em: http://ssrn.com/abstract_id=5183235. Último acesso em maio 2025.

¹⁶⁸ Ibid. pp. 11 e 12.

estado de Delaware, EUA, apresenta todas as quatro características mencionadas acima (ENRIQUES E OUTROS, 2025).

Por outro lado, um direito societário rígido constrange as partes contratantes por meio de proibições e insegurança jurídica. As proibições podem ser absolutas ou relativas. As proibições absolutas impedem que as partes contratantes incorporem em seus negócios determinados arranjos, quaisquer soluções funcionalmente equivalentes ou até mesmo arranjos alternativos inferiores (ENRIQUES E OUTROS, 2025). Um exemplo de proibição absoluta seria se, no Brasil, não fosse admitida a realização de aportes em startups por investidores sem o estabelecimento de um vínculo societário ou a criação de uma classe específica de ações preferenciais para conferir direitos e proteções aos investidores convertidos em sócios da startup.

Já as proibições relativas inviabilizam soluções de ordem privada específicas enquanto possibilitam a ação de alternativas inferiores¹⁶⁹ (ENRIQUES E OUTROS, 2025). Um exemplo brasileiro é a tributação do ágio na emissão de quotas sociais em preços diferentes do seu valor nominal, nas sociedades LTDAs, de modo que, para viabilizar o aporte dos valores combinados, a startup deverá ser transformada em S.A. ou arcar com o risco de tributação do ágio como se fosse receita operacional. É proibição relativa, na medida em que compele as partes a agirem não por uma decisão racional, mas por uma penalização que sofreriam caso se quedassem inertes.

Nesse contexto, a insegurança jurídica é fenômeno que prejudica o livre exercício da autonomia privada, na medida em que gera incerteza quanto à validade ou a exequibilidade das obrigações pactuadas entre as partes contratantes.

Embora algum grau de incerteza seja inevitável em todas as jurisdições, em alguns sistemas essa incerteza é especialmente alta, que os autores definem como "incerteza jurídica extrema". Isso ocorre principalmente em jurisdições nas quais aplicadores das leis têm grande liberdade para interpretar as regras societárias, frequentemente criando novos requisitos obrigatórios de forma implícita e imprevisível. Essas interpretações podem invalidar acordos já firmados ou gerar sentimento de incerteza quanto à validade e aplicabilidade futura de seus

¹⁶⁹ Os autores comentam que essa dita inferioridade pode se manifestar de diversas formas: (i) proibição por adição: Algumas soluções negociadas só são consideradas legítimas pelo direito quando incluem certos elementos adicionais exigidos pela lei; (ii) o deslocamento de cláusulas "proibidas" para acordos de acionistas confidenciais e que, portanto, somente geram efeitos entre as partes contratantes e somente até certo ponto, de modo a prejudicar sua exequibilidade; (iii) a sujeição das obrigações pactuadas a confirmação quanto a sua validade pelo Judiciário; e (iv) a perda de sinergias contratuais de modo geral, pois o trabalho de adequação das cláusulas contratuais a critérios legalmente aceitáveis diminui a eficiência dos pactos (ENRIQUES E OUTROS, 2025).

termos. Assim, essa imprevisibilidade pode desestimular a contratação ou, em casos de litígios societários, induzir os agentes a tentar explorar regras implícitas que não têm base clara na legislação ou jurisprudência anteriores, e, por fim, comprometer o funcionamento econômico desejado pelas partes (ENRIQUES E OUTROS, 2025).

Os autores defendem que, quando o direito societário afetar as soluções derivadas da autonomia privada das partes, os negócios de VC serão pactuados em condição não ótimas, tendo como consequências (i) o aumento do custo de capital das startups investidas e (ii) a desvalorização de seu valor de mercado, assim como (iii) a inibição do mercado de financiamento de startups por fundos de VC de um modo geral (ENRIQUES E OUTROS, 2025).

Enriques e outros (2025) argumentam que a pesquisa teórica e empírica aponta o ordenamento jurídico dos EUA como o mais eficiente ou mais adequado para a criação de soluções por empreendedores e investidores, em pleno exercício de sua autonomia privada. Nesse contexto, há eficiência quando não há custos de transação excessivos que impeçam startups e investidores de firmarem acordos entre si por um dinâmica de barganha Coaseana. O valor seria criado no equilíbrio alcançado pelas próprias partes. Investidores que tentarem impor direitos e obrigações desproporcionais não encontrarão startups dispostas a receber o investimento financeiro em prejuízo exacerbado a sua governança corporativa. Igualmente, empreendedores que pleitearem condições irreais para o acordo não encontrarão investimentos dispostos a contratar com elas. Essa constatação não significa que não haverá contratos com obrigações desproporcionais ou comportamento oportunista após a contratação mesmo sob o ordenamento jurídico e costumes do mercado estadunidense, mas esses seriam exceções a uma dinâmica que busca, por definição, o equilíbrio.

Há outros autores que defendem que jurisdições com a tradição da *common law* aparentam conferir mais segurança jurídica para os acordos privados. Nesse sentido, Lerner e Schoar (2005) afirmam que encontraram avaliações financeiras significativamente maiores para empresas sujeitas a jurisdições de tradição de *common law* e maior retorno financeiro para os investidores de tais empresas. Para os autores, o resultado estaria associado à possibilidade de utilização de instrumentos contratuais mais sofisticados e um maior grau de cumprimento de decisões judiciais¹⁷⁰.

¹⁷⁰ LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. **Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in private equity.** Disponível em: <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=18152>. Último acesso em abril de 2025.

Em contraste com o cenário de Delaware, Enriques e outros (2025) postulam que os ordenamentos jurídicos da Alemanha e da Itália dificultam a livre alocação e negociação de direitos políticos e econômicos nas barganhas entre empreendedores e investidores. Primeiro, porque tribunais, árbitros, tabeliões e acadêmicos compartilham uma visão muito afeita a tradições e cânones, de modo a constituir uma postura cética diante das soluções de autonomia privada¹⁷¹. Segundo, porque os mesmos tendem a preencher lacunas da relação contratual de acordo com doutrinas e princípios diversos, incluindo proporcionalidade e razoabilidade, antielisão fiscal e boa-fé contratual, independentemente do que consta em contrato ou estatuto social ou acordo de sócios ou acionistas, da sofisticação das partes e da forma legal escolhida para instrumentalizar a relação entre as partes.

Em linha, uma série de arranjos contratuais considerados viáveis nos EUA não o são na Alemanha e na Itália, por exemplo: cláusulas que permitem aos investidores capturar integralmente o valor residual em caso de liquidação ou venda da empresa por valor abaixo do esperado inicialmente e eficazes para punir ou recompensar as partes em conformidade com o acordado. Em razão disso, investidores acabam obrigados a adquirir participações societárias maiores para exercer o controle societário na startup, reduzindo assim a diversificação do portfólio do fundo, e os contratos frequentemente se tornam objeto de litígios e intervenção judicial direta, de modo a aumentar a insegurança jurídica e prejudicar o ambiente de negócios e o funcionamento eficiente do mercado de *venture capital* nesses países (ENRIQUES E OUTROS, 2025).

O trabalho de Enriques e outros (2025) contribui para esclarecer como Direito Societário afeta diretamente os contratos de financiamento de startups, demonstrando que um regime societário rígido gera restrições que limitam significativamente as soluções contratuais eficientes e a negociação entre investidores e empreendedores. Por meio de uma comparação entre o regime flexível de Delaware (EUA) e os regimes mais rígidos da Alemanha e Itália, os autores demonstram que a rigidez legal dessas jurisdições obriga os agentes a recorrerem a alternativas menos eficazes, o que resulta em perda de eficiência econômica, afetando negativamente os mercados locais de VC e inovação.

¹⁷¹ Os autores complementam que o ceticismo é particularmente exacerbado se os acordos: (1) definem a posição de investidores como algo híbrido entre um credor e um sócio (situação típica no mercado de financiamento de startups); (2) podem prejudicar direta ou indiretamente os interesses de credores terceiros; (3) são apoiados por mecanismos de autoaplicação que contornam a revisão judicial e, portanto, são frequentemente vistos como inerentemente propensos a abusos; (4) parecem desequilibrados à primeira vista e, portanto, apelam para a propensão dos tribunais e dos acadêmicos de simpatizar com a parte contratante “fraca” ou “prejudicada” (ENRIQUES E OUTROS, 2025).

Alvaro Pereira, por sua vez, identifica que há três momentos essenciais em que o Direito Societário viabiliza ou interfere prejudicialmente nos acordos realizados entre empreendedores e investidores: (i) o ato de registro; (ii) o financiamento em estágio seminal (*seed stage*); (iii) o financiamento por *venture capital*. Em cada uma dessas etapas, os agentes demonstram preocupações, encontram soluções contratuais de ordem privada e estão sujeitos a determinantes do Direito Societário. A seguir traduzimos para a Língua Portuguesa o quadro desenhado pelo autor em seu relevante estudo (PEREIRA, 2022):

Tabela 1 – Preocupações dos agentes, soluções contratuais e determinantes de Direito Societário, em três fases distintas

Etapa	Principais preocupações	Soluções contratuais usuais	Determinantes de direito societário relevantes
Registro	• Proteção dos ativos do negócio • Proteção do patrimônio pessoal • Distribuição de direitos políticos (controle) e vantagens econômicas • Opções de saída	• Acordos entre os fundadores • Acordos de confidencialidade • Acordos de não concorrência	• Autonomia patrimonial da pessoa jurídica em relação aos sócios • Limitação de responsabilidade ao valor das quotas • Propriedade acionária • Previsão legal de estrutura padrão de governança • Acesso aos mercados de valores mobiliários
Financiamento semente	• Proteção de segredos comerciais • Acesso a financiamento	• Contratos de dívida conversível • Acordos de compra de ações com liquidação diferida	• Requisitos e custos para emissões de ações
Financiamento por capital de risco	• Incompletude dos contratos • Risco moral • Custos de agência	• Contratos de compra de ações • Acordos de acionistas	• Possibilidade de regras de controle contingencial • Regras para composição do conselho de administração e outros órgãos • Deveres dos administradores

Fonte: PEREIRA, Alvaro. **Designing Startup Corporate Law: A Minimum Viable Product**. Review of Banking and Financial Law, v. 40, n. 1, 2022.

O autor, em outro estudo¹⁷², defende que a solução ideal para os acordos entre empreendedores e investidores é adotar uma estrutura de controle contingencial (*contingent control*), isto é, o desenho de uma governança corporativa dinâmica, com divisão de vantagens econômicas e direitos políticos mutáveis e exercitáveis conforme circunstâncias predeterminadas. Desse modo, os direitos de voto, eleição de membros para órgãos da administração, veto, seriam exercidos conforme o estágio de financiamento da startup e estado de coisas vigente. A título de exemplo, a falha dos empreendedores em alcançar determinadas métricas de desempenho poderia ocasionar um direito dos investidores de realizar novos aportes ou realizar novas rodadas de investimento, diluindo a participação societária dos empreendedores.

Pereira postula que o Direito Societário é impeditivo ou viabilizador do controle contingencial em ao menos três frentes. Primeiro, ao permitir ou não a separação vantagens econômicas e direitos políticos — como ocorre com a criação de diferentes classes de ações ordinárias e preferenciais. Segundo, ao regular o exercício do voto dos acionistas e sua representação nos órgãos da administração da startup — por exemplo, se é possível prescrever a eleição de conselheiros dentre diferentes classes de acionistas, se o conselho pode ser composto por nomeações diretas de determinado acionista, e se há poderes delegáveis para emitir novas ações sem a necessidade de convocar a assembleia. Terceiro, ao admitir ou não que o exercício desses direitos seja condicionado a eventos verificáveis (PEREIRA, 2023).

Quando a tentativa de desenhar de uma governança corporativa dinâmica não encontra amparo na lei, os agentes celebram acordos de acionistas de caráter confidencial para alcançar seus objetivos, por vezes, contornando os ditames legais e concebendo conceitos e termos próprios.

Apesar de defender a ampliação da autonomia privada dos agentes, para que possam encontrar soluções personalizadas para suas relações, Pereira, contudo, aponta os seguintes custos de desenhar a governança corporativa da startup exclusivamente por meio de acordos de acionistas: (i) insegurança quanto à viabilidade de buscar uma execução forçada da obrigação não cumprida. Isto é, quando determinadas obrigações positivas ou negativas não possuírem previsão legal, a tutela obtida contra o infrator provavelmente será a indenização por perdas e danos causados e não uma tutela específica para ver determinada conduta

¹⁷² PEREIRA, Alvaro. **The law of contingent control in venture capital**. Columbia Business Law Review, v. 2023, n. 2, p. 676–726, 2023.

praticada ou cessada; (ii) aumento dos custos de transação pela falta de padronização, pois os acordos de acionistas confidenciais e personalizados para cada situação não poderão ser replicados por outros investidores e empreendedores em suas relações e o mercado não poderá desenvolver usos e costumes e boas práticas, enquanto que estatutos e contratos sociais são públicos e, portanto, acessíveis e replicáveis; e (iii) prejuízo ao desenvolvimento do ordenamento jurídico e do sistema judiciário, pois a baixa exposição dos tribunais a esses acordos inibe a formação de parâmetros jurisprudenciais que, em mercados amadurecidos, ajudam as partes a evitar negociações inócuas sobre estruturas juridicamente inviáveis e, portanto, a poupar custos (PEREIRA, 2023).

Pereira conclui com duas recomendações para aprimoramento do Direito Societário aplicado ao financiamento de startups.

Em primeiro lugar, remover ou reduzir substancialmente as restrições à autonomia privada das partes, permitindo quase todo tipo de customização na atribuição de vantagens econômicas e direitos políticos a diferentes classes de ações emitidas pela companhia, inclusive permitindo às partes definir gatilhos de mudança do arranjo no curso da relação, diante de eventos pré-determinados (PEREIRA, 2023).

Em segundo lugar, desencorajar o uso de acordos de acionistas como substitutos de estatutos e contratos sociais — não abolindo-os, mas subordinando sua eficácia a padrões mínimos de governança previstos em lei, por exemplo, direitos de retirada, deveres fiduciários dos administradores e controladores, regras de conflito de interesses). O objetivo é internalizar, no próprio Direito Societário, as ferramentas que o mercado utiliza para o desenho da governança corporativa da startup, tanto preservando a autonomia privada quanto reduzindo custos de transação (PEREIRA, 2023).

Além disso, o autor defende que, para a formulação de políticas públicas adequadas, é fundamental reconhecer as idiossincrasias comerciais, jurídicas e financeiras que distinguem as startups de outros tipos de empresas. Políticas amplas destinadas a fomentar o empreendedorismo por meio da reforma do Direito Societário muitas vezes dão ênfase excessiva a aspectos mais burocráticos e menos substanciais, por exemplo, mudanças nas regras do Registro Empresarial, mas não leva em conta as regras que regem as negociações entre empreendedores e investidores da indústria de *venture capital*, por exemplo, negociação de direitos políticos para uma eventual (PEREIRA, 2022).

Concordamos com o quadro que pode ser desenhado a partir da consolidação dos estudos de Enriques, Nigro e Troger (2025) e Alvaro Pereira (2022 e 2023). O Direito Societário aplicado ao financiamento de startups deve (i) prescrever regras gerais para os

tipos societários adequados à atividade empresarial; (ii) permitir com que as partes contratantes desenhem regras personalizadas para a sua relação contratual e societária, em homenagem à autonomia privada; (iii) permitir o desenho de uma governança corporativa dinâmica, com separação de controle e vantagens econômicas, que podem mutar-se de acordo com a verificação de determinadas situações; (iv) oferecer parâmetros mínimos de previsibilidade e proteção às partes, como regras sobre deveres fiduciários de administradores, direitos dos minoritários, direito de retirada, entre outros; e (v) coibir o exercício abusivo de direitos contratuais ou do controle societário.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mercado de financiamento de startups com capital de risco (“*venture capital*”) se desenvolveu bastante nos últimos anos, em nível global, de modo que os agentes econômicos nele inseridos tornaram-se mais capazes e sofisticados. Esses agentes estão em constante interação. Uma startup bem-sucedida receberá aportes de diferentes fundos de investimento. Os gestores desses fundos, por sua vez, investirão em diversas startups e mais da metade delas fracassará. Nesse cenário, contratos semelhantes são realizados repetidas vezes e alguns são replicados como padrões da indústria. Os agentes de determinada jurisdição importam modelos contratuais de outra e o adaptam a sua realidade.

Consequentemente, a formulação de políticas públicas, a produção legislativa e a atuação das autoridades reguladoras estarão sempre um ou mais passos atrás das inovações surgidas nesse mercado fervilhante. Eis a importância de examinar de perto o comportamento dos agentes e as deficiências do ambiente de negócios e ordenamento jurídico, com a intenção de tutelar adequadamente a inovação e o empreendedorismo.

Este estudo tem como singelas contribuições à pesquisa na área, em primeiro lugar, uma crítica ao conceito legal de startup tal como positivado pelo MLSEI, especialmente quanto aos limites objetivos de faturamento e idade para o desenquadramento de uma empresa como startup. Esses critérios rígidos, embora possam facilitar a aplicação de políticas públicas voltadas ao empreendedorismo, nem sempre dialogam com a pluralidade de realidades possíveis para as startups e com as curvas de crescimento acentuadas que algumas dessas empresas apresentam. O risco é produzir exclusões artificiais e desencontros entre o conceito positivado em lei e a realidade do ecossistema.

Em segundo lugar, ofereceu-se uma visão abrangente das formas societárias e dos instrumentos contratuais utilizados no Brasil e nos EUA. No Brasil, a sociedade anônima se

destaca como regime naturalmente mais apto a acomodar as exigências de governança do capital de risco, inclusive quanto à emissão de diferentes classes de ações, à possibilidade de planos de *stock options* para retenção de talentos e à não incidência de tributação do ágio na emissão de ações por preço superior ao valor nominal, ao passo que a sociedade limitada se mostra versátil e funcional em estágios iniciais da startup, com a vantagem prática de permitir transformação em S.A. em momento oportuno, geralmente antes da emissão de ações com ágio.

Entre os instrumentos contratuais de captação de recursos, o mútuo conversível ocupa posição central, por possibilitar a postergação da discussão sobre o *valuation* da startup investida e por conferir ao investidor uma opção (e não uma obrigação) de conversão de seu crédito em participação societária. O mútuo conversível foi inspirado nas *convertible notes* estadunidenses, que têm como uma de suas características a negociação de poucas contrapartidas e prerrogativas entre as partes. Não é incomum, no entanto, que, no Brasil, a negociação dos termos do mútuo conversível se estenda e se torne custosa quando se busca, no próprio instrumento, antecipar todos os conflitos e situações que poderiam surgir da eventual relação societária. Os contratos complexos são naturalmente incompletos.

A partir de diversos relatos de agentes inseridos no mercado sobre as deficiências do ecossistema brasileiro, buscamos investigar como os fatores por eles apontados influenciam os contratos entre empreendedores e investidores e de que formas esses instrumentalizam suas relações.

A alta taxa básica de juros, que incentiva outras formas de investimento, e o desaquecimento do mercado de negociação de ativos em bolsa de valores leva à retração do apetite de investidores pelo mercado de *venture capital*. O investimento em *venture capital* é, por natureza, ilíquido, mas a redução do horizonte de desinvestimento típico de fundos de capital de risco encarece o capital e desloca o risco para janelas menos previsíveis.

É possível dividir a relação entre empreendedores e investidores em dois momentos. A negociação e execução do contrato de investimento na startup e, na hipótese de conversão do crédito em quotas ou ações, a relação societária.

Após a conversão do crédito em participação societária, a startup deve adotar um conjunto de arranjos de governança voltado a estabilizar expectativas de longo prazo, como classes de ações ou quotas com direitos de controle e vantagens econômicas distintos, regras de eleição e atuação de administradores, quóruns e vetos para matérias sensíveis, mecanismos de preservação da participação de fundadores e investidores, além de deveres informacionais

e de prestação de contas compatíveis com a assimetria de informações típica de empresas em crescimento acelerado.

Em terceiro lugar, a pesquisa visitou elementos do Direito Societário de Delaware para explicar a preferência histórica de investidores por tal jurisdição.

Em quarto lugar, a pesquisa evidenciou o fenômeno da adoção de estruturas offshore em startups brasileiras avaliadas em mais de 1 bilhão de dólares (os “unicórnios”). A estrutura geralmente é formada para atender aos anseios de investidores estrangeiros. Contudo, esse fenômeno, em larga escala, pode prejudicar o desenvolvimento de soluções decorrentes da autonomia privada dos agentes brasileiros, que passariam a apenas importar modelos contratuais vindos do exterior; e privar o nosso ambiente jurídico-institucional de melhorias, que se daria pela especialização dos tribunais e formulação de políticas públicas de fomento.

Por fim, em quinto lugar, a pesquisa sugere que o Direito Societário aplicado ao financiamento de startups deve (i) prescrever regras gerais para os tipos societários adequados à atividade empresarial; (ii) permitir com que as partes contratantes desenhem regras personalizadas para a sua relação contratual e societária, em homenagem à autonomia privada; (iii) permitir o desenho de uma governança corporativa dinâmica, com separação de controle e vantagens econômicas, que podem mutar-se de acordo com a verificação de determinadas situações; (iv) oferecer parâmetros mínimos de previsibilidade e proteção às partes, como regras sobre deveres fiduciários de administradores, direitos dos minoritários, direito de retirada, entre outros; e (v) coibir o exercício abusivo de direitos contratuais ou do controle societário.

É necessário reconhecer as limitações do trabalho, que abrem uma agenda promissora de novas investigações. A amplitude do objeto de pesquisa levou a análise a apenas tangenciar alguns tópicos que, por si só, comportariam pesquisas dedicadas. Nesse sentido, não houve entrevistas com agentes do mercado para coleta de percepções das razões pelas quais estruturas offshore são exigidas ou preferidas por investidores e como os empreendedores experimentam seus custos e fricções. Uma linha metodológica viável envolveria entrevistas qualitativas sob confidencialidade, dada a natureza sensível de parte desses arranjos.

Também não se compilou um conjunto robusto de julgados brasileiros emblemáticos em matéria de Direito Societário e contratos empresariais que permitisse avaliar se há um padrão de decisões desconectadas das premissas do mercado de financiamento de startups. Embora a jurisprudência dos tribunais brasileiros tenha sido consultada e se tenha percebido a baixa incidência de casos públicos envolvendo startups e conflitos societários, não se empreendeu análise dos poucos casos encontrados.

Outro recorte não explorado em profundidade foi a prevalência e o impacto da arbitragem em disputas societárias entre investidores e empreendedores. A existência de obrigações regulatórias (como a Resolução CVM nº 175/2022, sobre os FIP) que induzem a adoção de cláusula compromissória em certas hipóteses convive com a impressão de que litígios são raros e, quando existem, ocorrem na arena privada da arbitragem, o que reduz as possibilidades de formação de jurisprudência sobre assuntos relevantes ao mercado de *venture capital*.

Por fim, não se realizou exame crítico de institutos nucleares do direito societário, como os deveres fiduciários de administradores e controladores, a criação de diferentes classes de ações, o voto plural, e como esses poderiam ser repensados (se fosse o caso) para o mercado de *venture capital*.

A impressão final é que o ordenamento brasileiro já abriga princípios compatíveis com um mercado dinâmico de capital de risco, eis que dispõe sobre e consagra a autonomia privada na modelagem contratual e societária, a intervenção jurisdicional subsidiária, a autonomia patrimonial da sociedade em relação aos sócios e a limitação de responsabilidade ao valor das quotas ou ações, entre outros.

Não obstante, é necessária a constante examinação do comportamento dos agentes econômicos, das tendências do mercado, das condições macroeconômicas e de como outros campos do Direito brasileiro repercutem no funcionamento das empresas, como as leis tributárias, trabalhistas, consumeristas, entre outras.

Nesse percurso, merece registro o esforço descentralizado, porém contínuo, que diferentes autoridades e entidades têm empreendido nos últimos anos para aprimorar o ambiente de negócios e o ordenamento jurídico brasileiro. Tivemos a oportunidade de conferir resoluções da CVM para facilitação do acesso ao mercado de valores mobiliários, a instruções do DREI para desburocratização do registro empresarial, projetos de lei em trâmite nas casas do Legislativo, algumas iniciativas do Governo Federal e inúmeros esforços da sociedade civil, sobretudo de organizações atuantes no mercado de *venture capital*. Acreditamos que a interlocução continuada entre formuladores de políticas públicas e os agentes inseridos no mercado de *venture capital* será fundamental para o fomento do empreendedorismo de risco no Brasil.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABDI – Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital. Primeiro Censo Brasileiro: 2009.** São Paulo, Brasil.

ABDI – Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial; Centro de Gestão e Estudos Estratégicos. **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores.** Brasília: ABDI, 2011.

ACE VENTURES. **Relatório Venture Capital Masters Guide 2025.** Disponível em: <https://aceventures.com.br/venture-capital/>. Acesso em: jun. 2025.

ALLEN, Eric J. et al. **On the tax efficiency of startup firms.** Review of Accounting Studies (forthcoming), 2022.

B3. **Evolução diária do IBOVESPA.** Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm. Acesso em: jun. 2025.

B3. **Portal “Nossos Investidores”.** Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/. Acesso em: jun. 2025.

BORBA, José Edwaldo Tavares; BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares. **Tratado de Direito Comercial. Debêntures e bônus de subscrição.** 2020.

BRASIL. **Código Civil.** Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 11 jan. 2002.

BRASIL. CVM. **“Crowdfunding em alta no primeiro trimestre de 2025”.** Disponível em <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2025/crowdfunding-em-alta-no-primeiro-trimestre-de-2025>. Acesso em jul. 2025.

A contagem pode ser acompanhada em tempo real no site Stock Analysis, disponível em: <https://stockanalysis.com/ipos/statistics/>. Último acesso em maio 2025.

A íntegra da decisão final está disponível em: <https://law.justia.com/cases/delaware/court-of-chancery/2013/ca-ol-1512-vcl.html>. Acesso em fevereiro de 2025.

ABVCAP. **Página de Estudos e Pesquisas.** Disponível <https://abvcap.com.br/conteudo-e-informacao/estudos-e-pesquisas/>. Último acesso em maio 2025.

ACE VENTURES. **Relatório Venture Capital Masters Guide 2025.** Disponível em: <https://aceventures.com.br/venture-capital/>. Último acesso em jun. 2025.

AGÊNCIA SENADO. **“Governo edita MP para facilitar abertura de empresas”**. Disponível em <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2021/03/30/governo-edita-mp-para-facilitar-abertura-de-empresas>. Último acesso em junho 2025.

BALLOTPEDIA. **“Judicial selection in Delaware”**. Disponível em: https://ballotpedia.org/Judicial_selection_in_Delaware#Delaware_Chancery_Court. Último acesso em maio de 2025.

BIAN, Bo; LI, Yingxiang; NIGRO, Casimiro Antonio. **Conflicting fiduciary duties and fire sales of VC-backed start-ups**. [S.l.: s.n.], 2025. 101 p. (LawFin Working Paper, n. 35). Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4139724. Acesso em maio 2025.

BLACK, Lewis S. **Why Corporations Choose Delaware**. Delaware Department of State Division of Corporations. Disponível em: https://corpfiles.delaware.gov/pdfs/whycorporations_english.pdf. Acesso em abril de 2025.

BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Taxas de juros básicas**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em jun. 2025.

BRASIL. CVM. **CVM cria regime FÁCIL para facilitar acesso de companhias de menor porte ao mercado de capitais**. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2025/cvm-cria-regime-facil-para-facilitar-acesso-de-companhias-de-menor-porte-ao-mercado-de-capitais>. Acesso em agosto de 2025.

BRASIL. GOVERNO FEDERAL. **“Relatório Executivo Versão 2.0 Projeto Doing Business”**. Publicado em fevereiro de 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/secretariageral/pt-br/moderniza-brasil/eixos-do-moderniza-brasil/ambiente-de-negocios-prospero/doing-business/relatorio-executivo-encerramento-doing-business-v4-final-fev-2022.pdf>. Último acesso em junho 2025.

BRASIL. Governo Federal. **INPI e MDIC avançam para agilizar patentes e marcas no Brasil**. Disponível em: <https://www.gov.br/inpi/pt-br/central-de-conteudo/noticias/inpi-e-mdic-avancam-para-agilizar-patentes-e-marcas-no-brasil>. Acesso em abril 2025.

BRASIL. Senado Federal. **Projeto de Lei Complementar n. 252/2023**.

BRASIL. SENADO FEDERAL. **Projeto de Lei nº 4/2025**. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/166998>. Acesos em agosto de 2025.

BRASIL. SENADO FEDERAL. **Relatórios Parciais - Subcomissões da CJCODCIVIL**. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/atividade/comissoes/comissao/2630/documentos/7935>. Acesso em

agosto

de

2025.

BRASIL. **Instrução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 1994.** Dispõe sobre a constituição, funcionamento e administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE). Diário Oficial da União: Brasília, DF, 28 fev. 1994.

BRASIL. **Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003.** Dispõe sobre a constituição, funcionamento e administração dos Fundos de Investimento em Participações (FIP). Diário Oficial da União: Brasília, DF, 17 jul. 2003.

BRASIL. **Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014.** Dispõe sobre a definição de investidor qualificado e investidor profissional. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 18 dez. 2014.

BRASIL. **Instrução Normativa DREI nº 1, de 2 de janeiro de 2024.** Estabelece procedimentos simplificados para sociedades limitadas, incluindo quotas preferenciais e quotas em tesouraria. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 3 jan. 2024.

BRASIL. **Instrução Normativa DREI nº 81, de 10 de junho de 2020.** Dispõe sobre normas e diretrizes gerais do Registro Público de Empresas. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 14 jun. 2020.

BRASIL. **Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021.** Institui o Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 2 jun. 2021.

BRASIL. **Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005.** Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 9 fev. 2005.

BRASIL. **Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019.** Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica e altera as Leis nº 10.406/2002 (Código Civil), nº 6.404/1976 e nº 11.101/2005. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 20 set. 2019.

BRASIL. **Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021.** Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas, proteção de acionistas minoritários, comércio exterior, sistema integrado de recuperação de ativos e outros temas. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 27 ago. 2021.

BRASIL. **Lei nº 14.451, de 22 de setembro de 2022.** Altera dispositivos da Lei nº 10.406/2002 (Código Civil) sobre quóruns de deliberação em sociedades limitadas. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 23 set. 2022.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 17 dez. 1976.

CARNEY, W. J.; SHEPHERD, G. B.; BAILEY, J. S. **Lawyers, Ignorance, and the Dominance of Delaware Corporate Law.** Public Law & Legal Theory Research Paper Series, Research Paper No. 11-171; Law & Economics Research Paper Series, Research Paper No. 11-118, Emory University School of Law, 2011.

CARVALHO, Antonio Gledson de; RIBEIRO, Leonardo de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. **A indústria de private equity e venture capital: 1º censo brasileiro.** 2005. Disponível em: <https://hdl.handle.net/10438/13444>. Acesso em: jul. 2025.

CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. **A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento em Participações.** Dissertação (Mestrado em Direito). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2019.

CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. **Tratado de Direito Empresarial – Volume III – Sociedades Anônimas.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

CAVALCANTE, Henrique H.A.. **Estratégias de Startups no Tabuleiro Legal: Perspectivas da Teoria dos Jogos sobre os Instrumentos de Investimento em Inovação.** In: ATHAYDE, Amanda et al. Direito, governança corporativa e startups. Indaiatuba: Editora Foco, 2024. Edição do Kindle.

CARTA, 2025. **Understanding MISTO convertible instruments for Brazilian startup fundraising.** Disponível em: <https://carta.com/learn/startups/fundraising/convertible-securities/misto/>. Acesso em jul. 2025.

CARTA. **State of Pre-Seed. All data aggregate from 9,000+ pre-seed companies on Carta. 2024.** Disponível em: <https://carta.com/data/state-of-pre-seed-2024>. Último acesso em maio de 2025.

CB INSIGHTS. **The top 20 Reasons Startups Fail.** Disponível em: The Top 20 Reasons Startups Fail. From lack of product-market fit to... | by CB Insights | Startups & Venture Capital. Último acesso em fevereiro de 2025.

CNBC. **Here's who just got rich from the Coinbase debut.** Disponível em: <https://www.cnbc.com/2021/04/14/coinbase-who-gets-rich.html>. Acesso em fev. 2025. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1310383. Acesso em fev. 2025.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial: direito de empresa.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019.

COELHO, Giulliano Tozzi. **A Transformação De Sociedade Aplicada Ao Investimento Em Startups**. Revista dos Tribunais, vol. 989/2018, p. 249–264, 2018.

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.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 26 dez. 2022.

CONAWAY. Ann E. **Lessons to Be Learned: How the Policy of Freedom to Contract in Delaware's Alternative Entity Law Might Inform Delaware's General Corporation Law**. Widener University Delaware Law School, 2008. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1310383. Acesso em fev. 2025.

COOLEY LLP. **The Cayman Sandwich: A Potential Corporate Structure Solution for LatAm Startups?** Disponível em: <https://www.cooleygo.com/the-cayman-sandwich-a-potential-corporate-structure-solution-for-latam-startups/>. Acesso em: ago. 2025.

COYLE, John F.; GREEN, Joseph M. **The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts**. Minnesota Law Review Headnotes, v. 103, p. 42-68, 2018.

CRUNCHBASE. **The Crunchbase Billion-Dollar Exits Board**. Disponível em: <https://news.crunchbase.com/company-ipo-exits-list/>. Acesso em: fev. 2025.

CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Sofia. **Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective**. Amsterdam: Elsevier, 2009.

DELAWARE (EUA). **Delaware General Corporation Law (DGCL)**. Título 8 do Código do Estado de Delaware. Disponível em: <https://delcode.delaware.gov/title8/c001/index.html>.

DELAWARE (EUA). **Delaware Limited Liability Company Act (DLLCA)**. Título 6 do Código do Estado de Delaware, Capítulo 18. Disponível em: <https://delcode.delaware.gov/title6/c018/index.html>.

DINIZ, Maria Helena. **Código Civil anotado**. 12. ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

DINIZ, Thales Janguê Silva. **Emissão de debêntures por sociedade limitada: pressupostos jurídicos e compatibilidade econômica.** Dissertação (Mestrado em Direito). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2021.

ELSON, Charles, M. **Why Delaware Must Retain Its Corporate Dominance and Why It May Not.** University of Delaware - John L. Weinberg Center for Corporate Governance, 2017.

FEIGELSON, Bruno; NYBO, Erik Fontenele; FONSECA, Victor Cabral. **Direito das Startups.** São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

FILHO, Alfredo Lamy; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

GOMPERS, Paul; GORNALL, Will; KAPLAN, Steven; STREBULAEV, Ilya. **How do venture capitalists make decisions?** Journal of Financial Economics, v. 135, n. 1, p. 169–190, 2020.

GORINI, Marco; TORRES, Haroldo. **Captação de Recursos para Startups e Empresas de Impacto: Guia Prático.** Rio de Janeiro: Alta Books Editora, 2016.

KUPOR, Scott. **Secrets of Sand Hill Road: Venture Capital and How to Get It.** Penguin Publishing Group, 2019.

LERNER, Josh; SCHOAR, Antoinette. **Does legal enforcement affect financial transactions? The contractual channel in private equity.** Disponível em: <https://www.hbs.edu/faculty/Pages/item.aspx?num=18152>. Acesso em: abr. 2025.

MACIEL, Lucas Pires; CRUZ, Brendha Ariadne; MARQUES, Caroline Marocchi. **Da proposição de uma sistemática tributária própria para as startups após a ineficácia do marco legal das startups no que tange ao regramento tributário.** Revista dos Tribunais, v. 1049, 2023.

MARTINS NETO, Carlos. **A Responsabilidade do Cotista de Fundo de Investimento em Participações.** São Paulo: Almedina, 2017.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários.** Vol. 1, Tomo 1, São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2015.

MEIRELLES, Jorge Luís Faria; PIMENTA JÚNIOR, Tabajara; REBELATTO, Daisy A. do Nascimento. **Venture Capital e Private Equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica.** Gestão e Produção, v. 15, n. 1, p. 11-21, 2008.

PEREIRA, Alvaro. **Designing Startup Corporate Law: A Minimum Viable Product**. Review of Banking and Financial Law, v. 40, n. 1, 2022.

PIMENTA, Eduardo Goulart. **Startups e instrumentos jurídicos de captação de investimentos**. In: ATHAYDE, Amanda et al. **Direito, governança corporativa e startups**. Indaiatuba: Editora Foco, 2024.

POLLMAN, Elizabeth. **Startup Governance**. University of Pennsylvania Law Review, v. 168, 2019.

RAMALHO, Caio; FURTADO, Cláudio Vilar; LARA, Rodrigo. **A indústria de private equity e venture capital: 2º censo brasileiro**. mar. 2011. Disponível em: <https://hdl.handle.net/10438/8419>. Acesso em: jul. 2025.

RIES, Eric. **A startup enxuta: como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas**. São Paulo: Lua de Papel, 2012.

ROSSI, Isabella Marcondes. **Diferenças entre os tipos societários no Brasil e nos Estados Unidos**. São Paulo: Insper, 2017.

SILVA, Alexandre Pacheco da. **Venture capital à brasileira: adaptações e limitações ao financiamento de startups**. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, 2019.

SILVA, Fernando César Nimer Moreira da; SZTAJN, Raquel. **Venture capital: valor da informação, riscos e instrumentos para sua mitigação**. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo, 2014.

SILVA, Raphael Andrade. **Fundos de Investimento em Venture Capital e Private Equity no Brasil: Estrutura, Função e Exercício do Poder de Controle**. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2021.

ZIRPOLI, Rodrigo Domingos. **Contrato de mútuo conversível em participação societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

APÊNDICE A – TABELA DE STARTUPS UNICÓRNIOS BRASILEIRAS ATÉ AGOSTO DE 2025 E ORIGEM DOS SEUS SÓCIOS

Nome fantasia	Razão(ões) social(is) encontradas	Números de inscrição no CNPJ associados às empresas (lista não exaustiva)	Indicação de disponibilidade pública do quadro societário e identificação de sócia pessoa jurídica estrangeira
99	99 Tecnologia Ltda.	18.033.552/0001-61; 35.336.310/0001-66	99 Taxis Holdings Ltd. (Ilhas Caimã); 99 Taxis LLC (Delaware/EUA);
C6 Bank	Banco C6 S.A.	31.872.495/0001-72	S.A. – quadro societário não disponível publicamente
CloudWalk	CloudWalk Tecnologia Ltda.	18.189.547/0001-42	Cloudwalk Inc. (Califórnia/EUA)
Creditas	Creditas Soluções Ltda.	17.770.708/0001-24; 17.770.708/0005-58	Creditas Financial Solutions LLC (Delaware/EUA)
Dock Tech	Dock Soluções em Meios de Pagamento S.A.	03.645.772/0001-79	S.A. – quadro societário não disponível publicamente
Ebanx	Ebanx Ltda.	13.236.697/0001-46	Possui sócia constituída como S.A., cujo quadro societário não está disponível publicamente: Ebanx Holding S.A. (CNPJ 26.545.167/0001-21)
Facily	Faci.ly Soluções e Tecnologia Ltda.	30.297.195/0001-44; 30.297.195/0002-25	Facily LLC (Delaware/EUA)
Frete.com	CargoX Transportes Ltda.; Fretebras Internet e Serviços Ltda.	10.885.840/0001-32; 14.899.142/0001-47	Frete LLC (Delaware/EUA)
Wellhub (Gympass)	Gpbr Participações Ltda.	15.664.649/0001-84	Gpnl International Holding B.V. (Holanda)
Hotmart	Launch Pad Tecnologia, Serviços e Pagamentos Ltda.	13.427.325/0001-05; 13.427.325/0002-88	Launchpad Hotmart B.V. (Holanda)
iFood	iFood.com Agência de Restaurantes Online S.A.	14.380.200/0001-21	S.A. – quadro societário não disponível publicamente
Loft	Loft Brasil Tecnologia S.A.	29.213.298/0001-08; 29.213.298/0002-03	S.A. – quadro societário não disponível publicamente
Loggi	Loggi Tecnologia Ltda.	18.277.493/0001-77 (mais filiais)	Loggi Technology LLC (Delaware/EUA)
MadeiraMadeira	MadeiraMadeira Comércio Eletrônico S.A.	10.490.181/0001-35	S.A. – quadro societário não disponível publicamente

Nome fantasia	Razão(ões) social(is) encontradas	Números de inscrição no CNPJ associados às empresas (lista não exaustiva)	Indicação de disponibilidade pública do quadro societário e identificação de sócia pessoa jurídica estrangeira
Merama	Merama Inc. (EUA) / Merama Holding Brazil Ltda.	40.449.144/0001-44; 41.156.866/0001-73	Sócia: Merama Latam & Europe S.L. (Espanha)
Mercado Bitcoin	Mercado Bitcoin Serviços Digitais Ltda.	18.213.434/0001-35	Única sócia constituída como S.A., cujo quadro societário não está disponível publicamente: 2TM Participações S.A.
Neon	Banco Neon S.A.	20.855.875/0001-82	S.A. – quadro societário não disponível publicamente
Nubank	Nu Pagamentos S.A.; Nu Financeira S.A.	18.236.120/0001-58; 30.680.829/0001-43	S.A. – quadro societário não disponível publicamente
Olist	Olist Serviços Digitais Ltda.	18.552.346/0001-68	Solidarium LLC (Delaware/EUA)
Pismo	Pismo Soluções Tecnológicas Ltda.	23.221.396/0001-00	Pismo Technologies LLC (Delaware/EUA)
Qi Tech	Qi Tech Ltda.	30.620.610/0001-59	Possui sócia constituída como S.A., cujo quadro societário não está disponível publicamente: QI Participações S.A.
QuintoAndar	Grpqa Ltda.	16.788.643/0001-81	Quintoandar LLC e Quintoandar II LLC (Delaware/EUA)
Unico	Unico Tecnologia da Informação S.A.	05.563.165/0004-38	S.A. – quadro societário não disponível publicamente
Vtex	Vtex Brasil Tecnologia Para E-Commerce Ltda.	05.314.972/0001-74	VTEX Ecommerce Platform Limited (Reino Unido)
Wildlife Studios	Avl Aplicativos Ltda.	13.499.233/0001-22; 13.499.233/0002-03	TFG Ltd. (Ilhas Caimã); Top Free Games Limited (Ilhas Virgens Britânicas)