CONTRATO DE MÚTUO CONVERSÍVEL COMO INSTRUMENTO DE CONTRATAÇÃO DE INVESTIMENTO-ANJO EM STARTUP E O DIREITO DE FOLLOW-ON: UM ESTUDO DE CASO

Maráia Queuriane Rodrigues Torrejon, Saulo Bichara Mendonça

Universidade Federal Fluminense - Instituto de Ciências da Sociedade de Macaé

maraiatorrejon@id.uff.br, sbmendonca@id.uff.br

RESUMO

Startups são modelos de negócio que nas últimas décadas tem se mostrado como grandes responsáveis por mudanças sociais em virtude do impulso econômico que tem promovido no contexto empresarial. Neste cenário surgem os investidores, pessoas físicas ou jurídicas que acreditam no poder de transformação do negócio e realização aporte de capital e também intelectual para o crescimento da startup. Todavia, ponto importante que deve acompanhar empreendedores e investidores nessa relação é no que diz respeito a melhor elaboração do instrumento que regerá não apenas a rodada inicial de investimento, mas pode impactar também as demais, sendo adotado como principal instrumento para tanto o contrato de mútuo conversível. Com um enfoque na cláusula de Direito de Follow-on, a pesquisa foi conduzida qualitativamente a partir de um estudo de caso, onde a partir de respostas coletadas de investidor, empreendedor e agente de captação, buscou-se identificar os aspectos garantidores da segurança jurídica do negócio firmado, na perspectiva das partes. Por meio da presente pesquisa, foi possível identificar que o mútuo conversível atende de modo seguro às necessidades existentes na modalidade de investimento-anjo e a função primordial da cláusula de Follow-on é garantir ao investidor a melhor escolha diante de uma nova rodada de investimentos. Além disso, os resultados apontaram outros elementos que impactaram positivamente no contrato objeto de estudo, como a experiência ulterior das partes no ecossistema de startups e a consultoria jurídica.

Palavras-chave: startup; mútuo; follow-on.

INTRODUÇÃO

Em meados da década de 1950 surge no estado da Califórnia-EUA (mais precisamente na região do Silicon Valley ou Vale do Silício em português) um movimento econômico que dá origem a empresas denominadas startups.

A intenção era compartilhar, com este novo modelo, os riscos do negócio através de uma relação estabelecida entre investidores (que objetivam auferir ganhos ao participar do empreendimento) e empreendedores (idealizadores e executores do modelo de negócio traçado), caracterizando desta forma uma modalidade de investimento que, historicamente, já acontece desde muito tempo nas relações comerciais: venture capital (capital de risco).

Ao identificar os principais conceitos trazidos por investidores, empresários, fundos de capital, associações e demais agentes, chega-se ao entendimento geral de startup como um modelo de negócio que tem por finalidade oferecer solução inovadora, repetível e escalável, mesmo que diante de um cenário de incertezas.

A questão que deve acompanhar às preocupações de empreendedores e investidores, justamente por pela agilidade que acompanha a vida de uma startup, e que se não observada pode acarretar não apenas meros aborrecimentos entre as partes em um processo de investimento, mas até uma instabilidade jurídica, é no que diz respeito a melhor elaboração do instrumento que regerá tais rodadas de investimento, isto é, o contrato de mútuo conversível foco da presente pesquisa.

METODOLOGIA

O presente trabalho teve como foco a análise da cláusula conhecida dentro da praxe do mercado de startups como Direito de Follow-on que, em resumo, garante ao investidor da rodada anterior seguir/acompanhar a proposta do novo fundo de investidores (a fim de que sua porcentagem não seja diluída no negócio), entre outras opções que podem ser acordadas.

Por meio de um estudo de caso de um contrato de mútuo conversível firmado no ano de 2020 entre uma startup e investidores-anjo, além de revisão teórica dos entendimentos doutrinários e amparos legais existentes no ordenamento brasileiro, a

pesquisa buscou investigar, analisar e identificar especificamente na cláusula de Direito de Follow-on do referido instrumento, o impacto e entendimento de cada um dos interessados da referida cláusula.

O estudo qualitativo foi construído a partir do levantamento de dados por meio de um questionário aplicado aos entrevistados (partes do contrato) e da avaliação das respostas, a fim de identificar a compreensão a partir da perspectiva de cada parte e como tal cláusula impacta na segurança jurídica da convenção.

RESULTADOS E DISCUSSÕES

Para fins de didática, os resultados foram organizados em quadros por resposta, deste modo facilita-se a visualização e compreensão das respostas de cada entrevistado no que diz respeito à pergunta direcionada, seguindo a seguinte lógica: Quadro 1 corresponde à pergunta 1, Quadro 2 corresponde à pergunta 2, e assim sucessivamente.

Quadro 1 - Na sua perspectiva, qual o objetivo principal da referida cláusula?

1. Na sua perspectiva, qual o objetivo principal da referida cláusula?	
Entrevistado A	O principal motivo é garantir aos investidores a chance de se resguardarem em novas rodadas ou aquisições da empresa, podendo escolher em receber seu valor investido de volta com as premissas assinadas em contrato ou poder manter sua cota percentual, sem diluição, em um investimento futuro.
Entrevistado B	Uma nova rodada de investimento pode significar que a startup está crescendo e se tornando um negócio maior e nesse momento, o investidor quer manter sua participação pois nem todos os investimentos dão certo e é importante ele aumentar suas apostas nos que estão dando certo para aumentar sua taxa de sucesso no portfólio.
Entrevistada C	Permitir a revisão da relação existente entre o investidor e a startup em virtude das mudanças decorrentes do novo investimento.

Quadro 2 - Como ela impacta na segurança dos direitos das partes (empreendedor e investidor)?

2. Como ela impacta na segurança dos direitos das partes (empreendedor e investidor)?	
Entrevistado A	Para o empreendedor, ela garante a oferta de condições igualitárias a seus investidores, gerando mais credibilidade ao seu negócio. Para o investidor, ela traz segurança em tomar a decisão mais ajustada sob sua ótica em rodadas futuras e que não dependem muito de sua avaliação.

Entrevistado B	Acho ela vital para o investidor pois ele será pressionado pelo fundo para abrir mão desse direito, o que deve ser negociado, mas se não existisse ela nem negociado seria. Sobre a segurança pro empreendedor, não vejo que afeta porque isso não altera a sua participação, ao abrir a rodada ele já decide que está aceitando mais capital por diluição.
Entrevistada C	Ela deixa clara quais são as opções para o investidor, o limite e direito que possui diante de fato novo. Como ela integra o contrato inicial, ela reforça a segurança para o investidor sobre esses direitos.

Quadro 3 - Se ausente, ou interpretada de forma errônea, qual(is) impacto(s) negativo(s) a referida cláusula pode causar no contrato?

3. Se ausente, ou interpretada de forma errônea, qual(is) impacto(s) negativo(s) a referida cláusula pode causar no contrato?	
Entrevistado A	O investidor poderá não manter sua porcentagem de participação que foi negociada em contrato, pode não ter como reaver seu capital investido caso não concorde com a operação.
Entrevistado B	Uma diluição errada dos investidores anteriores
Entrevistada C	Se ausente, criaria uma insegurança ao investidor, a startup e ao novo investidor, uma vez que não estaria claro os impactos do novo investimento nas ações adquiridas e na composição do *cap table* depois desse investimento.

Quadro 4 - A partir da sua experiência, alguma alteração ou inclusão na redação da cláusula poderia para torná-la mais segura juridicamente? Se sim, qual(is)?

4. A partir da sua experiência, alguma alteração ou inclusão na redação da cláusula poderia para torná-la mais segura juridicamente? Se sim, qual(is)?	
Entrevistado A	Acho que a cláusula foi bem trabalhando, apontando as regras para o seguimento em um novo investimento.
Entrevistado B	Acho que não.
Entrevistada C	No item que permite ao investidor receber o valor do mútuo corrigido poderia haver uma condição de previsão desse recebimento nos termos da rodada de investimento. Isso porque dependendo do valor a ser recebido e do valor sendo captado, isso pode modificar a habilidade da startup de executar o que foi projetado para rodada por uma deficiência no fluxo de caixa por conta desse pagamento.

Quadro 5 - Durante o processo de fechamento do investimento, você contratou, ou teve acesso de outra forma, a uma consultoria jurídica especializada em startup?

5. Durante o processo de fechamento do investimento, você contratou, ou teve acesso de outra forma, a uma consultoria jurídica especializada em startup?	
Entrevistado A	Sim, contratamos um advogado que auxiliou nas discussões sobre as cláusulas contratuais
Entrevistado B	Acompanhamento pelo advogado que já auxilia o grupo de investidores.
Entrevistada C	Sim, contratação de um advogado juntamente com o empreendedores

Quadro 6 - A partir da sua expectativa, o quê você considera como resultado preferível de ser alcançado em um contrato de mútuo conversível em investimento-anjo?"

6. A partir da sua expectativa, o quê você considera como resultado preferível de ser alcançado em um contrato de mútuo conversível em investimento-anjo?"	
Entrevistado A	A saída futura através da venda da empresa, recuperando seu capital investido em múltiplos de desempenho.
Entrevistado B	Direito de conversão de um empréstimo com a rentabilidade justa para aqueles que investiram quando ainda existiam mais incertezas do que resultados.
Entrevistada C	Segurança jurídica e equilíbrio entre os direitos e deveres das partes de forma que não comprometam o funcionamento da empresa.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os principais resultados demonstraram que, quanto ao entendimento a respeito do Direito de *Follow-on*, sua função e importância, neste caso concreto tanto investidor, empreendedor como agente de captação seguem uma linha de pensamento muito ajustada sobre a segurança proporcionada pelo dispositivo em questão, refletindo no equilíbrio contratual como um todo.

Consequente contribuição é no sentido de que o mútuo conversível atende de modo seguro às necessidades existentes na modalidade de investimento-anjo e, por ser um instrumento construído com base em um modelo americano, possui em sua constituição cláusulas gerais de *praxe* do mercado de investimento, como o Direito de *Follow-on*, dispositivo este que, em suma, garante ao investidor direitos proporcionais ao risco escolhido inicialmente, oferecendo escolha para que diante de uma nova rodada de investimentos possa avaliar a melhor opção para seus interesses sem que isso prejudique o avanço necessário que a empresa precisa, garantindo assim ao empreendedor a

possibilidade de crescer via novo investimento, no momento que for oportuno e necessário, sem amarras ou compromissos desproporcionais à sua intenção.

Não obstante, deve se considerar alguns elementos na construção de uma relação segura, clara e transparente entre investidor-anjo e empreendedor: as experiências e aprendizados (ou a ausência das mesmas) que cada um carrega de oportunidades anteriores que impactam diretamente no momento de negociação do investimento e a presença de um profissional do Direito que, além de auxiliar na construção dos acordos, salvaguardando direitos e deveres em âmbito geral, contribui também de modo especial ao entender as necessidades específicas tanto no modelo específico de investimento (anjo) como a visão de negócio a longo prazo do empreendedor e sua aspiração de crescimento.

REFERÊNCIAS

ABSTARTUPS. **Crescimento Das Startups**: veja o que mudou nos últimos cinco anos. 2020. Disponível em: <https://abstartups.com.br/crescimento-das-startups/>. Acesso em: 15 jan. 2021.

ABSTARTUPS. **Edtechs – A Importância Das Startups De Educação No Brasil**. 2020. Disponível em: < https://abstartups.com.br/edtechs-a-importancia-das-startups-de-educacao-no-brasil/ >. Acesso em: 22 fev. 2021.

ANJOS DO BRASIL. **O que é um investidor anjo.** 2018. Disponível em: <https://www.anjosdobrasil.net/o-que-eacute-um-investidor-anjo.html>. Acesso em: 12 jan. 2021.

BIERWAGEN, M. Y. **Princípios e Regras de Interpretação dos Contratos no Novo Código Civil**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

BORGES, L. G. X. Investimento em uma Startup de TI: um Estudo de Caso no Setor de Educação. 2016, 131f. **Dissertação (Mestrado em Sistemas de Gestão)**. Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2016.

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF: Senado Federal, 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 12 jan. 2021.

FEIGELSON, B.; NYBO, E. F.; FONSECA, V. C. **Direito das Startups**. 1. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

FILHO, E. L. S. **Contratos de Investimento em Startups**: os riscos do investidor-anjo. 1. ed. São Paulo: Quartier Lantin, 2019.

GAGLIANO, P. S.; FILHO, R. P. **Novo Curso de Direito Civil**: Contratos em espécie. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 4 v., 2011.

GÁVEA ANGLES. **O que é investidor-anjo**. S/d. Disponível em: <https://www.gaveaangels.org.br/>. Acesso em: 26 mar. 2021.

GITAHY, Y. **O que é uma startup?.** 2016. Revista EXAME. Disponível em: https://exame.com/pme/o-que-e-uma-startup/. Acesso em: 11 fev. 2021.

GOMES, O.; BRITO, E.; BRITO, R. P. **Contratos**. 27. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

GONÇALVES, C. R. **Direito Civil Brasileiro**: Contratos e Atos Unilaterais. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 3 v., 2012.

JÚDICE, L. P.; NYBO, E. F. **Direito das Startups**. 1. ed. São Paulo: Juruá, 2016.

LIMA, F. **Investimento em Startups**: o que ninguém te contou. 1. ed. [s.l.]: [s.n.], 2020.

LOBO, C.; POTENZA, G. Investimento Venture Capital e Private Equity: considerações práticas e jurídicas. In: BOTREL, S.; BARBOSA, H. **Finanças Corporativas**: aspectos jurídicos e estratégicos. São Paulo: Atlas, p. 267-316. 2016.

MAZZUCATO, M. **O Estado Empreendedor**: Desmascarando o Mito do Setor Público *vs* Setor Privado. 1. ed. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2014.

PINTO, C. A. M.; MONTEIRO, A. P.; PINTO, P. M. **Teoria Geral do Direito Civil**. 4. ed. Porto: Coimbra, 2017.

PRODANOV, C. C.; FREITAS, E. C. **Métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico**. 2. ed. Novo Hamburgo: Feevale, 2013.

REIS, E. V. A. **Startups**: Análise de Estruturas Societárias e de Investimento no Brasil. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2018.

ROSA, M. V. F. C.; ARNOLDI, M. A. G. C. **A entrevista na pesquisa qualitativa**. 2. ed. Belo Horizonte: Autentica, 2014.

SPINA, C. **Afinal, o que é Investimento-Anjo?** 2020. ENDEAVOR. Disponível em: <https://endeavor.org.br/dinheiro/afinal-o-que-e-investimento-anjo/>. Acesso em: 15 fev. 2021.

WALKER, S. E. **Everthing you ever wanted to know about convertible note seed financings (but were afraid to ask)**. 2012. TECH RUNCH. Disponível em: <https://techcrunch.com/2012/04/07/convertible-note-seed-financings/>. Acesso em: 17 dez. 2020.