



**Escola de Ciências Sociais e Humanas**

Departamento de Economia Política

**STARTUPS: CONCEITO, NATUREZA JURÍDICA E OS CONTRATOS DE  
INVESTIMENTO**

**Guilherme Martins Marinho**

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em  
Direito das Empresas e do Trabalho – Especialização em Direito das Empresas

Orientador: Professor Doutor Ruben Bahamonde Delgado, Professor Auxiliar,  
ISCTE-IUL – Instituto Universitário de Lisboa

**Outubro, 2019**



**Escola de Ciências Sociais e Humanas**

Departamento de Economia Política

**STARTUPS: CONCEITO, NATUREZA JURÍDICA E OS CONTRATOS DE  
INVESTIMENTO**

**Guilherme Martins Marinho**

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em  
Direito das Empresas e do Trabalho – Especialização em Direito das Empresas

Orientador: Professor Doutor Ruben Bahamonde Delgado, Professor Auxiliar,  
ISCTE-IUL – Instituto Universitário de Lisboa

**Outubro, 2019**

*“(...)Fiz de mim o que não soube  
E o que podia fazer de mim não o fiz.  
O dominó que vesti era errado.  
Conheceram-me logo por quem não era e não desmenti, e perdi-me.  
Quando quis tirar a máscara,  
Estava pegada à cara.  
Quando a tirei e me vi ao espelho,  
Já tinha envelhecido.  
Estava bêbado, já não sabia vestir o dominó que não tinha tirado.  
Deitei fora a máscara e dormi no vestiário  
Como um cão tolerado pela gerência  
Por ser inofensivo  
E vou escrever esta história para provar que sou sublime(…)”*

*Tabacaria (trecho) – Fernando Pessoa*

## **AGRADECIMENTOS**

À Deus, pelas oportunidades da minha vida e pela crença no amanhã. Aos meus pais, pelo amor incondicional e suporte em todos os momentos. Aos familiares, amigos e colegas pelos encontros da vida. Aos professores do ISCTE-IUL pelo aprendizado e incentivo. Aos portugueses, em especial aos lisboetas, pelo acolhimento, receptividade e carinho que compartilhei ao longo dessa jornada. Por fim, aos amores da minha vida que me completam todo dia: Mari, Margarida e Caco.

## RESUMO

A revolução digital iniciada ao final do século passado trouxe uma nova forma de fazer negócios no mundo moderno. O velho modelo industrial sucumbiu aos computadores e novos modelos empresariais surgem para se adequar ao *boom* da internet. Esse mercado criou um novo conceito económico de empresa. A criação de tecnologias deu margem à multiplicação dos fluxos de capital e à criação de produtos financeiros que não existiam. É deste contexto que surgem empresas, dinâmicas, flexíveis e disruptivas que transformam a cada dia o mundo em que vivemos. Conhecidas como Startups, por se iniciarem como um grande controle de custos e poucas receitas, estas empresas trouxeram grandes impactos no mundo jurídico. As relações de trabalho, de empreendimento e, sobretudo, de investimentos, ganharam novos aspectos. Nesse sentido, a presente dissertação pretende analisar o conceito, a natureza jurídica, as estruturas societárias das Startups e os impactos que estas trazem nos contratos de investimento que são gerados entre os empreendedores e os investidores.

**Palavras-chave:** Startup – Inovação – Tecnologia – Internet – Empreendedorismo – Direito Empresarial – Direito Societário – Direito Contratual – Contratos Comerciais

## ABSTRACT

The digital revolution initiated at the end of the last century has brought a new way of doing business in the modern world. The old industrial model has succumbed to computers and new business models emerge to suit the Internet *boom*. This new market has created a new economic concept of company. New technologies have led to the multiplication of capital flows and the creation of new financial products. It is from this context that new companies appear, dynamic, flexible and disruptive, transforming every day the world in which we live. Known as Startups due to its focus on great cost control and few revenues, these companies have been brought great impacts in the legal opinion. Labor relations, entrepreneurship and, above all, investment relations have now new aspects to observe. On this way, this dissertation intends to analyze the concept, the legal nature, the Startups' corporate structures and its impacts into the investment contracts established between the entrepreneurs and the investors.

**Keywords:** Startup - Innovation - Technology - Internet - Entrepreneurship - Business Law - Corporate Law - Contract Law - Commercial Contracts

## Sumário

INTRODUÇÃO .....	10
CAPÍTULO I – INOVAÇÃO E DIREITO: os caminhos do mercado da tecnologia e inovação.....	14
1.1 O Vale do Silício: o berço da revolução tecnológica .....	14
1.2 Internet: uma revolução no mercado e a era da globalização dos mercados .....	15
1.3 O Direito e a revolução da TI.....	16
1.4 Diferentes aspetos do Direito Português e do Direito Americano.....	18
1.5 Direito Negocial x Norma Jurídica: os custos de transação e a teoria do contrato incompleto .....	21
CAPÍTULO II – AS STARTUPS: conceito, natureza jurídica, características e modelos de constituição .....	30
2.1 O conceito e características das Startups .....	30
2.2 A Natureza Jurídica do Memorando de Entendimentos (MdE) .....	34
2.3 Cláusulas do MdE .....	38
2.4 Finalidade do MdE e a constituição de uma empresa .....	39
2.5 Os tipos societários: razões e escolhas na constituição formal de uma sociedade Startup.....	41
2.6 Governança Corporativa em Startups.....	48
CAPÍTULO III – OS CONTRATOS DE INVESTIMENTO: A RELAÇÃO DAS STARTUPS COM SEUS INVESTIDORES .....	51
3.1 Introdução: a estrutura de capital das Startups.....	51
3.2 O financiamento com capital próprio: o <i>bootstrapping</i> como mecanismo de fomento inicial .....	57
3.3 Tipos de financiamento externo .....	59
3.4 As estruturas de investimento em Startups.....	68
3.5 Instrumentos jurídicos: as principais cláusulas dos contratos de investimentos em Startups .....	76
CONCLUSÃO .....	84
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	89

## GLOSSÁRIO DE SIGLAS E ABREVIATURAS

**ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital**

**CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários**

**EIRL – Empresa individual de responsabilidade limitada**

**EUA – Estados Unidos da América**

**FFF's – *Family, Friends and Fools***

**IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa**

**MAC – Material Adverse Effect**

**MdE – Memorando de Entendimentos**

**MVP – Minimum Viable Product**

**OPA – Oferta Pública de Ações**

**PE – Private Equity**

**RJFC – Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo**

**R&P - Representations and Warranties**

**SA – Sociedades Anónimas**

**STJ – Supremo Tribunal de Justiça**

**TI – Tecnologia e Inovação**

**ULPA - Uniform Limited Partnership Act**

**VE – Venture Capital**

## INTRODUÇÃO

Conforme resulta dos dados vertidos no relatório “Global Digital 2018”<sup>1</sup> desenvolvido pela *We Are Social* e o *Hootsuit*, constata-se que já existem mais de quatro bilhões de pessoas no mundo utilizando a internet. Isso significa dizer que mais da metade da nossa população está online. Contamos hoje com produtos, serviços e informações disponíveis na palma de nossas mãos e essa realidade está transformando radicalmente a nossa forma de nos relacionar, trabalhar, locomover, consumir e nos informar.

Este contexto só foi possível devido a transição do mundo analógico para o digital, ainda no século passado, e o desenvolvimento das Startups, no Vale do Silício, Califórnia. Empreendedores interessados em criar soluções para esse novo modo de viver da sociedade passaram a desenvolver ideias que facilitassem o dia a dia das empresas e das pessoas. Esse movimento, que aconteceu especialmente na área de tecnologia foi chamado de “boom da internet”, e deu origem a grandes empresas da atualidade como Google, Apple, Microsoft, Facebook e etc.

As Startups se apresentam como um novo modelo de negócios. Um estágio inicial de uma empresa caracterizado pelo uso de tecnologia, baixo custo nos investimentos iniciais, produtos inovadores e que, normalmente, causam mudanças significativas no mercado ao qual estão inseridos.

Recentemente considerado o “novo vale do silício europeu”<sup>2</sup> pela imprensa brasileira, Portugal desponta como o novo país das Startups no contexto europeu, tendo Lisboa, sua capital, como o expoente desta guinada no setor de Tecnologia e Inovação do país.

Diversos fatores podem ser apontados para o desenvolvimento deste tipo de mercado em Portugal: posição geográfica privilegiada, sendo o país porta de entrada para a Europa e porta de saída para Ásia, Américas e África; a cultura surpreendente e encantadora; os investimentos do governo em obras de infraestrutura e as políticas de

---

<sup>1</sup> KEMP, Simon. **We are social**. Disponível em <<https://wearesocial.com/blog/2018/01/global-digital-report-2018>> Acesso em 06/07/2019.

<sup>2</sup> CLEMENTE, ISABEL. **Revista Época Negócios**. Notícia disponível em <<https://epocanegocios.globo.com/Revista/noticia/2018/10/lisboa-um-ecossistema-em-ebulicao.html>> .Acesso em 06/01/2018.

atração de capital investidor, a mão de obra qualificada dos portugueses e, sobretudo, o baixo custo para o empreendimento que dispõe o país.

É comum encontrarmos notícias a todo tempo sobre o mercado de Startups em Lisboa. Recentemente, firmou algumas parcerias interessantes com cidades que já são expoentes em inovação como Amsterdam, Tel Aviv<sup>3</sup> e Paris<sup>4</sup>. Desde o ano de 2016, Lisboa é sede da principal feira de startups da Europa, a *Websummit*.

Os impactos das Startups já se refletem no cotidiano da nossa sociedade. Hoje em dia substituímos a enciclopédia pelos sites de busca, o táxi pelos aplicativos de transporte, as ligações pelas redes sociais. A rápida transformação do mundo nos últimos 30 anos, gerou (e ainda gera) grandes transformações no âmbito jurídico. Por conta disso, verificar como as relações sociais e jurídicas foram afetadas a partir desse novo modelo de negócio se tornou uma questão necessária e lógica pelos operadores do direito.

Vivemos a 4ª revolução industrial? Ou talvez estamos vivendo uma mudança tão drástica com as novas formas de fazer negócio que nos levam a uma verdadeira revolução de origem tecnológica e digital que ainda não conseguimos entender? Todas estas questões abarcam um novo escopo do mundo jurídico que se esforça para compreender estas relações e, assim, gerar novos conceitos e ferramentas para lidar com essa nova questão social.

O fenômeno global das Startups também já atinge o mundo do jurídico. Chamado de Direito 4.0, as *Legal Startups* de cunho jurídico inovam o jeito de operar o direito. Um exemplo disso é a automação do setor. Softwares de gestão se tornaram ferramentas imprescindíveis para a rotina do profissional do direito que passou a contar com um processo de trabalho eletrônico. Com informatização da justiça, houve uma melhoria na gestão dos processos, trazendo maior organização e eficiência à enrijecida área jurídica. Tudo isso foi possível devido as Startups.

Caracterizadas por serem empresas jovens, disruptivas e que buscam acima de tudo a inovação, as Startups consistem em um negócio com baixo custo, escalável, que seja facilmente repetível e que gere lucros em um curto espaço de tempo. Em geral,

---

<sup>3</sup> MARQUES, Catia. **Portal Sapo**. Notícia disponível em <<http://www.jornaleconomico.sapo.pt/noticias/empreendedorismo-liga-lisboa-a-amsterdao-e-telavive-175802>>. Acesso em 06/01/2018.

<sup>4</sup> PIMENTEL, ANA. **Observador**. Notícia disponível em <<http://observador.pt/2017/10/10/french-tech-rede-global-de-startups-e-investidores-franceses-expande-para-lisboa/>>. Acesso em 06/01/2018.

atuam com ideias em fase inicial para atender necessidades de diversos setores do mercado com soluções que são desenvolvidas por uma equipe bastante enxuta.

Apesar de apresentarem um modelo muito mais dinâmico e flexível que as empresas tradicionais, devido ao alto risco de atingir o sucesso, as Startups precisam se assegurar juridicamente sobre uma série de questões estratégicas que influenciam diretamente a solidez do negócio. A análise das diversas formas de estruturas societárias e contratuais para as relações entre sócios, investidores, empregados; os aspectos relacionados aos produtos e serviços tais como o registro de domínios e marcas, patentes, softwares e a definição de um programa de governança corporativa são, por exemplo, alguns dos objetos que podem e devem ser levados em consideração em um projeto Startup.

Tão importante quanto a ideia criativa para a solução de um problema e a capacidade de disponibilizá-la rapidamente ao mercado é o suporte jurídico que possa assegurar direitos e deveres dos empreendedores com relação a fornecedores, colaboradores, clientes e prestadores de serviços bem como aspectos relacionados à captação de recursos para expansão e a negociação dos principais ativos de propriedade intelectual da empresa.

Para a realização do presente trabalho, foram elencadas temáticas para cada qual se buscará um objetivo para, assim, obter um norte durante a pesquisa. São elas: Direito e inovação; Direito e empreendedorismo; as Startups; A estrutura jurídica das Startups: o contrato inicial; e, por fim, os contratos de investimento: a relação entre Startups e seus investidores.

No campo do direito e da inovação este trabalho irá buscar de forma concisa e clara as questões de direito que envolvem as Startups. No campo de direito e empreendedorismo, buscará identificar os problemas de direito nas questões práticas que envolvem a constituição e o desenvolvimento das startups. Como surgiram, como são constituídas, a relação do direito negocial com a norma jurídica e os elementos que se interagem entre o direito americano (berço destas relações) e o direito português.

Sobre as Startups em si o foco será em analisar e desenvolver o conceito de Startup, buscando definir um conceito dentro da perspectiva jurídica do Direito das empresas em Portugal. Quanto a estrutura jurídica destas empresas, o trabalho pretende analisar e discutir os melhores caminhos para a estruturação das Startups,

partindo do seu contrato inicial ou memorando de entendimentos. Será mesmo ele essencial?

Por fim, o trabalho irá propor uma discussão mais profunda sobre os contratos de investimento buscando analisar e discutir os aspetos relativos as Startups, de acordo com a forma que foram constituídas, e os seus impactos no âmbito dos contratos por ela desenvolvidos junto aos investidores.

A metodologia que será adotada neste trabalho é o método dialético, por meio do qual se buscará no conceito e na prática os elementos das Startups para discutir os problemas gerados no âmbito dos contratos relacionados com a área de tecnologia e inovação.

A tese proposta neste sentido é: as startups como um novo modelo de negócios que gera impactos e novas relações negociais. O fato gerador do problema desta pesquisa é o confronto dessa hipótese com a antítese de que um novo modelo negocial gerará diferentes impactos e problemas de responsabilidade e direitos gerados pelas novas ferramentas e os contratos estabelecidos no âmbito de uma Startup.

O que se espera no confronto destas hipóteses é chegar em uma compreensão mais adequada no que tange aos efeitos destas novas relações no Direito português. Para tanto, o presente trabalho deve utilizar a pesquisa de normas, modelos de negócios, doutrinas e o direito comparado.

## CAPÍTULO I – INOVAÇÃO E DIREITO: os caminhos do mercado da tecnologia e inovação

### 1.1 O Vale do Silício: o berço da revolução tecnológica

A baía de São Francisco, Califórnia, Estados Unidos da América é o local denominado Vale do Silício, local onde estão concentradas, hoje, algumas das maiores empresas de tecnologia do mundo. É lá que desde 1891 se encontra a renomada universidade de Stanford, considerada por muitos especialistas da área de inovação um dos pilares da evolução tecnológica do local<sup>5</sup>.

Com o advento da Guerra Fria, no início da década de 50, houve a necessidade de desenvolvimento do parque tecnológico americano, o que desencadeou vultuosos recursos para pesquisas relacionadas aos setores de ciências e engenharia, polos essenciais da Universidade de Stanford<sup>6</sup>.

É essa nova “corrida do ouro” americana que consolida grandes empresas no Norte da Califórnia nas décadas seguintes, a exemplo, Intel e Apple, e fez com que o mercado local se aquecesse, atraindo cada vez mais investidores. Os chamados investimentos de risco, ou *venture capital*<sup>7</sup>, foram os responsáveis pela alavancagem das novas companhias voltadas para a inovação<sup>8</sup>.

Com o desenvolvimento do capital intelectual pelas universidades, aliados ao capital de risco e apoio do governo por meio de incentivos fiscais, o terceiro componente para a implementação do *boom* tecnológico da região está associado a um novo modelo de pesquisa: as chamadas incubadoras. Um ambiente criado com o propósito de apoiar iniciativas empreendedoras e projetos inovadores, no qual o compartilhamento de infraestrutura, serviços especializados, assessoria gerencial e, sobretudo, informação, é essencial para a criação e o surgimento de novos projetos<sup>9</sup>.

---

<sup>5</sup> NORR, Henry. **Growth of a Silicon Empire/Bay area's fertile intellectual ground helped sprout high technology industry**. [s.l.]: 1999. Disponível em <<https://www.sfgate.com/business/article/GROWTH-OF-A-SILICON-EMPIRE-Bay-Area-s-fertile-2888303.php>>. Acesso em: 25/06/2018.

<sup>6</sup> Idem.

<sup>7</sup> Venture Capital são fundos que investem em empresas que já estão faturando, contudo, ainda em fase de crescimento e consolidação - ABVCAP, Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital. **Como funciona a indústria de private equity, seed e venture capital**. [s.l.] 2015. Disponível em < <http://www.abvcap.com.br/Download/Guias/2726.pdf>> . Acesso em: 25/06/2018.

<sup>8</sup> JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá – 2016.p.13.

<sup>9</sup> SÃO PAULO (MUNICÍPIO). **O que é uma incubadora de empresas?** São Paulo, 2012. Disponível em < <http://www.prefeitura.sp.gov.br/cidade/secretarias/trabalho/empreendedorismo/incubadora/?p=38440>>. Acesso em: 25/06/2018.

Foi sobre todo esse momento de euforia que, em 1971, a revista *Electronic News*, noticiou pela primeira vez o chamado Vale do Silício, como um local que abriga as maiores empresas de tecnologia e muitas *Startups* promissoras e inovadoras<sup>10</sup>. O nome se dá pelo elemento químico Silício, matéria prima base de circuitos integrados, responsáveis pelo grande avanço tecnológico ligado as empresas de criação de hardware.

Apesar de o Vale do Silício ser o símbolo do crescimento das Startups e referência no mundo da web e tecnologia até os dias atuais, ele inspirou o desenvolvimento de outros polos tecnológicos como o *Israel Silicon Wadi*, a segunda região com maior aglomeração de empresas do ramo<sup>11</sup>.

Atualmente, Lisboa tornou-se uma referência dessas empresas no mercado europeu. Com a criação da aceleradora *Startup Lisbon*, a atração de grandes eventos e feiras para a cidade nos últimos anos, a mão de obra qualificada, os baixos custos que o país oferece e sua localização estratégica entre América e Ásia, tornaram a cidade um grande atrativo para os investidores de tecnologia.

## 1.2 Internet: Uma revolução no mercado e a era da globalização dos mercados

O final da Guerra Fria foi marcado por um misto de euforia e esperança no mercado mundial. Nessa época a internet era restrita ao uso em ambientes específicos<sup>12</sup>. Tudo começou a mudar com abertura da internet para o uso do cidadão comum, quando em 1993, foi lançado o NCSA *Mosaic*, mais conhecido por Netscape, o primeiro navegador online compatível com o *Microsoft Windows*.<sup>13</sup>

Com a abertura da web, a adesão de usuários foi tão alta e repentina que a Netscape abriu seu capital em uma OPA em 1995, gerando uma grande valorização, chegando a valer quase 2 bilhões de dólares<sup>14</sup>. Era o início de uma nova era no mercado financeiro e os sinais da euforia já começavam a ficar visíveis, quando logo após o *Yahoo!*

---

<sup>10</sup> CRUZ, Renato. **Por que o Vale se chama do Silício**. Disponível em <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,por-que-o-vale-se-chama-do-silicio-imp-,771023>>. Acesso em 25/06/2018.

<sup>11</sup> NGUYEN, Peter. **For Real Innovation, It's Not Silicon Valley But Silicon Wadi**. Disponível em: <[www.forbes.com/sites/theyec/2013/10/02/for-real-innovation-its-not-silicon-valley-but-silicon-wadi/](http://www.forbes.com/sites/theyec/2013/10/02/for-real-innovation-its-not-silicon-valley-but-silicon-wadi/)>. Acesso em 25/06/2018.

<sup>12</sup> JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá – 2016.p.;13.

<sup>13</sup> Sem autor. Referência utilizada da internet disponível <[https://www.livinginternet.com/w/wi\\_mosaic.htm](https://www.livinginternet.com/w/wi_mosaic.htm)>, acesso em 25/06/2018.

<sup>14</sup> JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá – 2016.p.14.

(1996) e a *Amazon* (1997) se lançaram no mercado, levando o *Chairman* do *Federal Reserve*<sup>15</sup> a alertar que “a exuberância irracional pode ter aumentado indevidamente os valores dos ativos dessas empresas de tecnologia”<sup>16</sup>.

O chamado do Banco Central Americano era um primeiro alerta dados os sinais de existência de uma bolha gerada pelas empresas *.com*. A velha economia não conseguia enfrentar os desafios da globalização dos mercados. A internet e seus serviços digitais despontavam como uma solução.

Conforme Peter Thiel<sup>17</sup>, o mercado da internet criou “um novo conceito de empresa”. A comparação com o velho modelo de negócios pode ser bem exemplificada quando comparamos uma empresa do setor de aviação (representando o velho mercado) com o Google (expoente do novo mercado). Para se ter um parâmetro, a Google obteve uma margem de lucro em torno de cem vezes maior que o setor inteiro de aviação, algo que surpreendeu os seus investidores.

Outro grande exemplo que ocorreu recentemente, foi a empresa *Apple* que no ano de 2018, atingiu o valor de mercado recorde de 1 trilhão de dólares americanos, sendo considerada a empresa mais valiosa da história<sup>18</sup>.

A revolução da tecnologia da informação incorporou novos costumes e tecnologias que foram rapidamente absorvidos pelo cotidiano dos cidadãos. Ademais, “deram margem para o aumento dos fluxos de capital e à criação de novos produtos financeiros, como os *hedge funds*, derivativos, mercado futuro, etc., todos foram potencializados devido à internet”<sup>19</sup>.

### 1.3 O Direito e a revolução da TI

O rápido crescimento das Startups multiplicou o acesso ao mercado financeiro, permitindo que qualquer pessoa conheça as características do mercado e comece a investir. Isso resultou numa maior supervisão dos Estados, que através de seus órgãos

---

<sup>15</sup> Banco central Norte Americano.

<sup>16</sup> GREENSPAN, Alan. **The Challenge of Central Banking in a Democratic Society**. Disponível em <[www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm)>. Acesso em 14/05/2018.

<sup>17</sup> THIEL, Peter. **Do Zero ao Um: o que aprender sobre empreendedorismo com o vale do silício**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2014, p.29.

<sup>18</sup> GLOBO, jornal. [s.l.]: 2018. Disponível em <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2018/08/02/apple-atinge-marca-de-us-1-trilhao-em-valor-de-mercado.ghtml>>. Acesso em 02/08/2018.

<sup>19</sup> JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá – 2016, p. 15.

reguladores passaram a supervisionar com maior efetividade as companhias cujas ações são negociadas nas bolsas de valores, garantindo assim maior segurança aos investidores ante ao público.

O dinamismo das operações envolvendo estas empresas de tecnologia obrigou que a norma buscasse uma adaptação, sob pena de tornar-se irrelevante, dado a celeridade de modificação do mercado. Assim, os instrumentos jurídicos utilizados nesses tipos de negócio, passaram a incorporar a inovação (com possível ausência de previsão legal), risco (de mercado, regulatório, etc.) e a potencialidade lucrativa<sup>20</sup>.

Ao passo que o Estado busca normas para controlar o rápido crescimento do novo mercado da tecnologia, este reage cada vez mais com inovações disruptivas e novos modelos de interagir com o sistema com o intuito de maximizar o ganho dos investidores.

Em meio a esta crise entre o Estado e a revolução tecnológica, o Direito encontra obstáculos para lidar com as mudanças ocorridas no mercado. Grande exemplo disso é a discussão que envolve a *Uber* e as consequências dos serviços por ela prestados. No mundo todo há uma onda de protestos, normalmente executada por sindicato de taxistas, acerca da legalidade dos serviços prestados, uma vez que acusam a *Uber* de práticas anticoncorrenciais e pedem uma maior regulamentação do setor.

A *Uber*, por sua vez, alega que os princípios da livre iniciativa e da livre concorrência não podem impedir que ela exerça seu direito de executar suas atividades. Outras empresas como o *AirBnb*, do ramo hoteleiro, *TransferWise*, do ramo financeiro, e *CargoX*, também do ramo de transportes, são exemplos de segmentos que estão sofrendo com uma nova demanda jurídica.

Não só o direito concorrencial é afetado pelas atividades das Startups. Problemas trabalhistas, fiscais, propriedade intelectual e societária também sofrem com a celeridade deste mercado tecnológico. A exemplo, como responde o mundo jurídico ante ao motorista particular que demanda a *Uber* em uma reclamação trabalhista pela falta dos padrões necessários a condição de trabalho?

Nos Estados Unidos houve a primeira decisão, ainda não definitiva, proferida em processo judicial no Estado da Califórnia, em que a entidade *United States District Court*,

---

<sup>20</sup> Idem.

*Northern District of California*, reconheceu a existência de vínculo empregatício entre o *Uber* e motoristas que usam o aplicativo, visto que a empresa estava envolvida em todos os aspetos fundamentais do transporte de passageiros<sup>21</sup>.

Outras cortes têm se deparado com demandas parecidas, causadas pela transformação económica causado pelas Startups. Como equalizar a aplicação jurídica de princípios económicos, fundamentais para o desenvolvimento da sociedade com a proteção aos modelos de negócio atuais?

Essa pergunta é um grande desafio para os juristas da atualidade, posto que estão ligados a forma como a sociedade vem se transformando e como o Estado, baseado num modelo de governo criado numa realidade diferente da existente atualmente, busca para regular estas relações privadas<sup>22</sup>.

Em um mercado inteiramente globalizado, com forte uso da internet como meio de comunicação, as polémicas envolvendo tais inovações disruptivas encontram diferentes interpretações de acordo com cada país, cada sistema jurídico, motivadas por características próprias de cada legislação, cultura e sociedade. Fazer a adequação destas normas e interpretações, no âmbito jurídico de uma Startup é também um novo desafio para aqueles que trabalham no ramo.

#### 1.4 Diferentes aspetos do Direito Português e do Direito Americano

Para adentrar ao tema específico das Startups, necessária a apreciação das diferenças entre o sistema jurídico americano e o português. Tal diferença passa pela compreensão do sistema *Civil Law*, adotado por Portugal e com origem no Direito romano, e o *Common Law*, ou Direito Consuetudinário, adotado nos Estados Unidos da América, baseado no sistema anglo-saxão.

Normalmente, os países que adotam o sistema do *Common Law* permitem maior flexibilidade nas relações negociais e nas interpretações legislativas. Um exemplo disso, ocorre nos EUA, em que “90% dos litígios no âmbito cível são solucionados mediante acordo prévio entre as partes”<sup>23</sup>.

---

<sup>21</sup> United States. **District Court, Northern District of California**. Disponível em: <[https://us-rbitration.shearman.com/siteFiles/22828/2018.04.13%20Namisnak%20et%20al%20v.%20Uber%20Tec/hnologies,%20Inc.%203%2017-CV-06124%20\(N.D.....pdf](https://us-rbitration.shearman.com/siteFiles/22828/2018.04.13%20Namisnak%20et%20al%20v.%20Uber%20Tec/hnologies,%20Inc.%203%2017-CV-06124%20(N.D.....pdf)>. Acesso em 07/08/2018.

<sup>22</sup> JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá – 2016. p.17.

<sup>23</sup> GODOY, Arnaldo Sampaio de Moraes. **Direito nos Estados Unidos**. São Paulo: Manole – 2004, p.2.

O que distingue estes dois sistemas, *Common Law* e *Civil Law*, é fonte do direito, que decorre do seu processo histórico de formação. “*Enquanto o primeiro adota a jurisprudência como fonte primordial, o segundo, por outro lado, adota a Lei, como fonte primeira do Direito*”<sup>24</sup>. Essas distinções fazem com que as diferenças entre institutos utilizados nas empresas sejam consideráveis entre um país como Portugal e os EUA, ou utilizadas de uma forma um tanto quanto usual.

Temas como *Vesting, Cliff, Stock Options, Founders Agreement*, entre outros institutos, são poucos previstos na lei portuguesa, ou quando previstos possuem uma série de adequações que em diversas situações soam controversas e podem imobilizar uma negociação<sup>25</sup>. Contudo, é de se ressaltar que os dois sistemas vêm “*caminhando para uma convergência, influenciada, sobretudo, pelo avanço do comércio internacional*”<sup>26</sup>.

Em resumo, o *Common Law* aplica o sistema de precedentes judiciais vinculativos (conhecido como *stare decisis principle*<sup>27</sup>). Esse sistema é derivado mais de princípios do que regras, de forma que não consiste na aplicação de normas absolutas, rígidas e inflexíveis, mas sim em “*amplos e abrangentes princípios baseados na justiça, na razão e no senso comum, que foram determinados pelas necessidades sociais da comunidade e as acompanhavam conforme sofriam alterações*”<sup>28</sup>.

Embora não seja um princípio absoluto, o *stare decisis* estabelece que uma decisão venha a se tornar um precedente judicial, de forma que será utilizado em casos futuros semelhantes, que sejam julgados na mesma jurisdição. Assim, todos os tribunais inferiores devem vincular suas decisões de acordo com as decisões dos tribunais superiores. Miller e Jentz afirmam que “*os defensores deste sistema, baseado em precedentes, o preferem, pois, este permite uma maior segurança jurídica*”<sup>29</sup>.

Além das diferenças geradas pelo sistema legal, os meios alternativos de solução de conflito são muito mais recorrentes nos EUA do que em Portugal. A exemplo disso, encontra-se a arbitragem. Esta traz inúmeras vantagens à solução de conflitos

---

<sup>24</sup> JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá – 2016. p.17.

<sup>25</sup> Idem.

<sup>26</sup> FUNKEN, Katja. **The best of Both Worlds – The Trend Towards Convergence of the Civil Law and the Common Law System**. 2003, disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=476461](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=476461)>.

<sup>27</sup> O princípio do *Stare decisis* decorre do latim “*stare decisis et non quieta movere*” (respeitar as coisas decididas e não mexer no que está estabelecido), utilizada no direito para se referir à doutrina segundo a qual as decisões de um órgão judicial criam precedente (jurisprudência) e vinculam futuras decisões.

<sup>28</sup> GIFTS, Steve H. **Law Dictionary**. Fifth edition. New York: Barrons, 2003, p. 90.

<sup>29</sup> MILLER, Roger; JENTZ, Gaylord. **Business Law Today**: Comprehensive: Text and Cases. Cengage Learning. 2011, p. 7.

comparativamente aos tribunais judiciais, especialmente em função de prevalecer a autonomia da vontade das partes, da rapidez, da maior especialização do árbitro ou da corte arbitral nas questões levadas à baila, do menor custo e da possibilidade de manutenção de sigilo da questão em debate, o que no meio concorrencial das Startups é uma grande vantagem. Apenas nos últimos anos que a arbitragem tem ganhado maior relevância nos países do *civil law* tendo nos dias de hoje uma maior utilização em Portugal, no âmbito empresarial.

A economia na arbitragem, de outra forma, não se dá somente para as partes, mas, para toda a sociedade, uma vez que *“não mobiliza todo o aparato do judiciário para a solução de controvérsias patrimoniais limitadas a particulares”*<sup>30</sup>.

Há inúmeras vantagens que o sistema jurídico do *Common Law* permite em termos de flexibilização, que fizeram com que o berço das Startups ocorresse nos Estados Unidos. No campo trabalhista, por exemplo, a legislação portuguesa passou por uma flexibilização de suas normas para torna-la menos rígida. Em comparação com os EUA, a legislação trabalhista que é considerada uma das mais flexíveis do mundo, não um código que rege as relações entre empregador e empregado. De uma forma geral, cabe aos Estados da federação Americana tratar temas específicos como seguro, salário mínimo, horas de trabalho e regras de contratação<sup>31</sup>, enquanto que o contrato de trabalho implementa-se mediante a vontade das partes.

Outro grande exemplo de vislumbre na área empresarial, destaca-se a legislação do Estado de Delaware, nos EUA, em que foram constituídas mais da metade das empresas que compõe a lista da *Fortune 500*<sup>32 33</sup>. A legislação deste Estado permite que as sociedades e seus acionistas tenham o máximo de flexibilidade para controlar seus negócios.

Num mundo em constante mudança, *“flexibilidade significa capacidade de adaptar-se a novos modelos de negócio e as Startups possuem características próprias por serem inovadoras, enxutas e disruptivas, de modo que essas características influenciam a forma como os instrumentos jurídicos são utilizados”*<sup>34</sup>.

---

<sup>30</sup> AMARAL, Antônio Carlos Rodrigues do. **A Arbitragem no Brasil e no Âmbito do Comércio Internacional**. Disponível em: <[www.egov.ufsc.br/portal/sites/default/files/anexos/22402-22404-1-PB.pdf](http://www.egov.ufsc.br/portal/sites/default/files/anexos/22402-22404-1-PB.pdf)>. Acesso em 01/09/2018.

<sup>31</sup> GODOY, Arnaldo Sampaio de Moraes. **Direito nos Estados Unidos**. São Paulo: Manole – 2004, p.126

<sup>32</sup> Revista Americana que elenca as 500 maiores empresas dos Estados Unidos.

<sup>33</sup> BLACK, Lewis S., Jr. **Why Corporations Choose Delaware**. Disponível em <[https://corpfiles.delaware.gov/whycorporations\\_web.pdf](https://corpfiles.delaware.gov/whycorporations_web.pdf)>. Acesso em 01/09/2018.

<sup>34</sup> JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá – 2016, p.17.

## 1.5 Direito negocial V.S. Norma jurídica: os custos de transação e a teoria do contrato incompleto

As relações comerciais em si refletem diretamente no Direito e na Economia. Desde uma simples multa estabelecida em um contrato, até uma regra de proteção para alguma das partes. Buscar o equilíbrio adequado entre a norma (Direito) e os agentes de mercado (Economia) que buscam maximizar seus lucros, é fundamental para estabelecer um ambiente propício ao desenvolvimento de novos negócios e empresas. Em razão dessa combinação das duas ciências, atribuiu-se um nome de ciência económica do Direito<sup>35</sup>.

Em meados do Século XX<sup>36</sup>, surgiu nos EUA a teoria do contrato incompleto através dos estudos da escola *Law and Economics*. A relevância dessa teoria para a análise contratual é bem retratada por ARAÚJO que em sua obra comentou: “se tivéssemos que escolher as contribuições mais originais e férteis da Análise Económica para a Teoria do Contrato, num lugar cimeiro colocaríamos decerto a intuição da chamada *Incomplete Contract Theory*”<sup>37</sup>.

A teoria do contrato incompleto desmistifica a ideia de completude contratual, do contrato perfeito, por demonstrar que “nenhum contrato estabelece uma disciplina específica para todos os eventos que poderiam interferir na execução das obrigações”<sup>38</sup>. Assim, tentar prever toda e qualquer circunstância negocial geraria custos desnecessários e, ainda assim, poderia deixar o contrato sujeito a condições de incerteza<sup>39</sup>.

Se considerarmos o ambiente de risco e incertezas das Startups, o aumento dos custos de transação pode, inclusive, inviabilizar um negócio desse porte. Para exemplificar melhor tal relação, cumpre-nos uma breve análise da teoria dos custos de transação, haja vista que esta teoria está diretamente ligada àquela do contrato incompleto.

---

<sup>35</sup> CAMINHA, Uinie; LIMA, Juliana Cardoso. **Contrato Incompleto**: uma perspectiva entre direito e economia para contratos de longo termo. Revista de Direito GV. São Paulo, 2014, p.156.

<sup>36</sup> Idem.

<sup>37</sup> ARAÚJO, Fernando. **Teoria econômica do contrato**. Coimbra: Almedina, 2007, p. 147.

<sup>38</sup> BELLANTUONO, Giuseppe. **Analisi econômica del diritto**. Trento: Uni-ser vice, 2005, p. 61.

<sup>39</sup> CAMINHA, Uinie; LIMA, Juliana Cardoso. **Contrato Incompleto**: uma perspectiva entre direito e economia para contratos de longo termo. Revista de Direito GV. São Paulo, 2014, p.158

De forma concisa, podemos entender que os custos de transação podem indicar as despesas materiais, bem como “o tempo e a energia necessários a conseguir um acordo sobre um direito; mais especificamente, se entenderia indicar o complexo de custos necessários para a negociação, a execução, e a fiscalização de um acordo”<sup>40</sup>.

Assim, podemos depreender que os custos de transação “compreendem todos os obstáculos que as partes devem enfrentar quando buscam estabelecer relações negociais com o mercado”<sup>41</sup>.

Um dos fatores que impulsionaram a teoria econômica do contrato incompleto foram os custos de transação apresentados inicialmente no estudo formulado por Ronald Coase<sup>42</sup>, que permitiram uma nova leitura econômica do papel do mercado e das empresas. Ao explicar a natureza e os limites das empresas, essas são apontadas por Coase como “um mecanismo de redução dos custos advindos das transações realizadas por meio do mercado”<sup>43</sup>.

Coase, ao analisar as organizações observou que os empresários poderiam substituir a via do mercado por uma decisão administrativa, tomada internamente pela empresa. Contudo, tal medida só seria possível se os custos de transação fossem menores, atingindo assim, maior eficiência das relações contratuais<sup>44</sup>.

O economista também demonstrou em seus trabalhos *The Nature of the Firm* (1937) e *The problem of social cost*, (1960) que na ausência de custos de transação, não importa a previsão legal, uma vez que as pessoas podem negociar sem custo para adquirir, dividir e combinar direitos<sup>45</sup>. Ou seja, aumenta-se a barganha e potencializa-se os resultados em uma negociação em que os custos de transação são eliminados ou relativamente baixos.

Contudo, Coase, em outras análises mais futuras, concluiu que nem todo custo de transação impede uma negociação menos eficiente, havendo casos em que podem ser positivos os custos de transação e, por existirem, sofrerão impactos advindos da aplicação de comandos legais (contratuais ou não), causando imediata reação nos

---

<sup>40</sup> GUERINONI, Ezio. *Incompletezza e completamento del contratto*. Milano: Giuffrè, 2007, p. 42-43.

<sup>41</sup> BELLANTUONO, Giuseppe. *Analisi econômica del diritto*. Trento: Uni-ser vice, 2005, p. 59

<sup>42</sup> Ronald Harry Coase é um economista britânico vencedor do prêmio Nobel de Economia por seus trabalhos na área de microeconomia.

<sup>43</sup> COASE, Ronald Harry. *O problema do custo social*. In: SALAMA, Bruno (Org.). *Direito e economia: textos escolhidos*. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 59-112.

<sup>44</sup> Idem.

<sup>45</sup> CAMINHA, Uinie; LIMA, Juliana Cardoso. *Contrato Incompleto: uma perspectiva entre direito e economia para contratos de longo termo*. Revista de Direito GV. São Paulo, 2014, p. 156-194.

agentes económicos<sup>46</sup>, desenvolvendo-se negociações com imprevisíveis consequências.

Para Sztajn e Zylbersztajn<sup>47</sup> a análise econômica deve então considerar o ambiente normativo no qual os agentes atuam, para não correr o risco de chegar a conclusões equivocadas ou imprecisas, por desconsiderar os constrangimentos impostos pelo Direito ao comportamento dos agentes económicos.

Logo, o judiciário atua como instrumento de alocação de incentivos e, por isso, influi na economia. Assim, deveria estimular comportamentos cooperativos para assim reduzir os custos de transação<sup>48</sup>.

Cumprе ressaltar que os custos de transação não dependem apenas de um acordo firmado, pois também são levados em consideração as condutas das partes, em especial, quando se comportam com racionalidade limitada e oportunismo, bem como de condições objetivas como as incertezas das transações, a duração e os investimentos específicos do contrato. Nesse aspecto é extremamente relevante a consideração dos custos de transação no mercado de Startups, haja vista o alto risco que importa este negócio.

A interação do sistema económico com o sistema jurídico, de acordo com as características acima elencadas, tornam os custos de transação fatores imprescindíveis de apreciação, por serem considerados os principais motivos da incompletude contratual, já que é difícil conceber a implementação de uma Startup sem que haja a necessidade de emprego de recursos como a coleta de informações, a redação dos contratos, a coordenação entre diversos atores económicos e a resolução de controvérsias<sup>49</sup>.

Nesse sentido, Araújo<sup>50</sup> entende que o conceito de custos de transação está relacionado aos custos de redação, de disciplina contratual e às contingências imprevistas dentro da teoria económica do contrato, condicionado as assimetrias e

---

<sup>46</sup> COASE, Ronald Harry. **O problema do custo social**. In: SALAMA, Bruno (Org.). *Direito e economia: textos escolhidos*. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 59-112

<sup>47</sup> SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Decio. **Direito e economia: análise econômica do direito e das organizações**. Rio de Janeiro: Campus, 2005.

<sup>48</sup> CAMINHA, Uinie; LIMA, Juliana Cardoso. **Contrato Incompleto: uma perspectiva entre direito e economia para contratos de longo termo**. *Revista de Direito GV*. São Paulo, 2014, p. 156-194

<sup>49</sup> BELLANTUONO, Giuseppe. **I Contratti incompleti nel diritto e nell'economia**. Padova: Cedam 2000, p.49.

<sup>50</sup> ARAÚJO, Fernando. **Teoria econômica do contrato**. Coimbra: Almedina, 2007 p.199.

insuficiências advindas da ignorância racional, as diferenças de poder negocial ou de mercado.

A racionalidade limitada daqueles que negociam relaciona-se à impossibilidade de as partes anteverem todas as contingências que possam se verificar supervenientemente à celebração do contrato e, em consequência, de especificarem todas as soluções concebíveis referentes aos possíveis resultados. Por resultados, entendemos o conjunto de eventos exógenos, fora do controle das partes, capazes de influenciar a relação contratual e, conseqüentemente, o resultado e a execução do negócio. Os possíveis resultados imprevisíveis, *“caracterizam-se pela incerteza quanto à sua dinâmica e ao seu valor”*<sup>51</sup>.

Nesse aspecto, Giuseppe Bellantuono<sup>52</sup> ensina que as possíveis contingências, não presumidas pelas partes, que poderiam afetar o negócio, justificam a escolha em celebrar contrato incompleto. Assim, a execução do programa contratual pode ser influenciada pelas variações dos custos de produção, as condições da demanda ou as inovações tecnológicas. Vincular as obrigações de cada contratante a qualquer um desses eventos poderia garantir o alinhamento do contrato às mudanças do ambiente econômico.

O contrato incompleto, nessa perspectiva, não regulamentaria os efeitos que possíveis contingências, caso materializadas, poderiam gerar imediatamente no negócio, permitindo a abertura do regulamento contratual, que, ficaria à mercê das *“mudanças do ambiente econômico, se submeteria à posterior definição dos elementos faltantes”*<sup>53</sup>.

A incompletude do contrato geraria maior flexibilidade contratual, proporcionando aos negociadores maior maleabilidade para se adaptar às mudanças das imprevisões futuras<sup>54</sup>. No ambiente de Startups, a possibilidade de flexibilidade é desejável, dado o contexto de incerteza do produto mínimo (MVP) que está sendo desenvolvido, no qual se definiriam apenas algumas variáveis contratuais, especialmente aquelas em relação às quais subsistisse interesse e objetivo

---

<sup>51</sup> CLERICO Giuseppe. *Incompletezza del contratto e responsabilità delle parti*. Rivista critica del diritto privato. Napoli: Casa Editrice Dott. Eugenio Jovene S.R.L., n. 3, ano 23, set. 2005, p. 593

<sup>52</sup> BELLANTUONO Giuseppe. *Contratti incompleti e norme social*. Rivista critica del diritto privato, Napoli: Casa Editrice Dott. Eugenio Jovene S.R.L., n. 2-3, ano 19, jun./set., 2001, p.261.

<sup>53</sup> CLERICO Giuseppe. *Incompletezza del contratto e responsabilità delle parti*. Rivista critica del diritto privato. Napoli: Casa Editrice Dott. Eugenio Jovene S.R.L., n. 3, ano 23, set. 2005, p. 593.

<sup>54</sup> Idem.

absolutamente opostos, como, por exemplo, o preço do produto e o retorno aos investidores.

Imagine-se a hipótese em que no estágio inicial da Startup, precise-se levantar fundos para financiar o seu investimento. Decisões futuras acerca desse projeto devem ser tomadas, mas não podem ser perfeitamente determinadas no contrato inicial. Ademais, o empreendedor e o investidor podem “*possuir objetivos conflitantes relativamente ao desenvolvimento do projeto*”<sup>55</sup>.

Nesse caso, o contrato incompleto, ao definir apenas determinados aspectos da relação, permite a deflagração do projeto, postergando para momento futuro a definição dos elementos faltantes, de modo a reduzir os custos de transação. É nesse sentido que o desenvolvimento de contratos mais flexíveis encontra respaldo para a construção da relação investidor – Startup, derrubando conflitos de interesse no estágio inicial em que o foco deve resultar tão somente no desenvolvimento do produto inicial para a alavancagem do projeto Startup.

Ainda, há outras razões que justificam o contrato incompleto para a análise econômica do direito, para além dos custos de transação. Pode-se indicar, ao lado da redução destes custos, *a vagueza da linguagem, que não é suficientemente rica para descrever todos os possíveis acontecimentos; o esquecimento, pois as partes, involuntariamente, omitem eventualidades importantes no momento da celebração do contrato; e a assimetria de informações*<sup>56</sup>.

Ao não prever as obrigações das partes de modo exaustivo, o contrato incompleto apresentará lacunas, para cujo preenchimento se afigurarão relevantes o costume e a reputação das partes no mercado<sup>57</sup>. Além disso, torna-se importante a alocação dos direitos de decisão ou direitos de controle, isto é, determinar a quem compete tomar a decisão caso se verifique a superveniência.

Para o caso de uma Startup, em se tratando da dificuldade de determinar o risco no seu controle, bem como os custos que podem ser , neste caso, dispendioso para regular precisamente como usar determinado ativo em diversos cenários, mostra-se

---

<sup>55</sup> AGHION Philippe; BOLTON Patrick. **An incomplete contracts approach to financial contracting**. In: BOLTON, Patrick (Org.). The economics of contracts, Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2008. v. 2, p.410-411.

<sup>56</sup> FRANZONI, Luigi Alberto. Introduzione all'economia del diritto. Bologna: Mulino, 2003, p. 128.

<sup>57</sup> HART, Oliver. **Incomplete contract**. In: EATWELL, John; MILGATE, Murray; NEWMAN, Peter (org.). The new palgrave: a dictionary of economics. London: The Macmillan Press Limited, 1987 v. 2., 1987, p.758.

mais eficiente “atribuir a uma das partes o controle do ativo, permitindo-lhe fazer o que julgar conveniente, inserindo nesse contexto, limitações”<sup>58</sup>.

Não obstante às questões negociais, que por si e intrinsecamente, perfazem uma condição de sobrevivência para as Startups, a teoria do Contrato incompleto pode ser abordada em outras áreas para que seja possível a consecução do objeto de uma Startup, economizando-se assim nos custos de transação.

O setor de tecnologia, dado a sua dinâmica e rapidez na mudança do status quo de seus produtos, faz com que novas formas de se relacionar com os seus produtos sejam criadas. São casos, por exemplo, dos Contratos de *Vesting*, que trazem nova perspectiva no âmbito trabalhista das Startups e as *Letter of Intent*s (cartas de intenções) como protocolo inicial para reger as relações societárias na fase de construção de um projeto Startup.

A análise econômica do direito, portanto, o contrato incompleto não apresenta lacunas em sentido *stricto*, mas limita-se a não prever as obrigações e direitos contratuais específicos para todas as possíveis circunstâncias que possam se verificar no futuro do negócio.

Oportunamente, configura-se lacuna, para a análise econômica do direito, quando o contrato é silente acerca de determinado risco, que incide sobre as obrigações assumidas pelas partes<sup>59</sup>. Ou conforme indica BELLATUONO<sup>60</sup>, a incompletude em sentido econômico prescinde da verificação de lacuna em sentido técnico, considerando relevante o descolamento entre o negócio celebrado pelas partes e as circunstâncias efetivamente verificadas.

Assim, podemos concluir que o apego excessivo à norma pode gerar um custo elevado às transações. Partindo dessa premissa e como já discutimos no tópico anteriormente, percebemos que há uma distinção que pode ser avaliada entre as legislações de *Common Law*, frente àquelas aplicadas no *Civil Law*, como é o caso do Direito Português.

A norma mais rígida, para além dos custos de transação, geram uma barreira de entrada a novos empreendedores no mercado, aumentando-se a taxa de insucesso das

---

<sup>58</sup> Idem.

<sup>59</sup> MATTEI, Ugo et al. *Il mercato delle regole: analisi economica del diritto civile*. Bologna: Società editrice il Mulino, 1999, p.224.

<sup>60</sup> BELLANTUONO Giuseppe. *Contratti incompleti e norme social*. Rivista critica del diritto privato, Napoli: Casa Editrice Dott. Eugenio Jovene S.R.L., n. 2-3, ano 19, jun./set., 2001, p.261.

Startups nestes países se comparado com aqueles do Common Law. As empresas de tecnologia, devido as suas características vem trazendo modificações em diversos instrumentos jurídicos e nas normas civis para atender a sua demanda dinâmica. Essa tendência, de utilização de instrumentos mais enxutos e abertos, está sendo amplamente debatida pelos países que se destacam no setor tecnológico.

Sugere-se uma revisão das normas jurídicas aplicáveis para permitir um maior dinamismo na atuação das empresas neste tipo de mercado que é de alto risco e amplamente competitivo. Este debate é fundamental para que possamos evoluir dentro dos preceitos de uma economia de livre mercado, pautando-se pela inovação e o empreendedorismo.

Por bem, cumpre-nos verificar na jurisprudência portuguesa que reverte em favor da utilização da análise económica do direito para dirimir soluções de conflito. Vejamos uma decisão do Tribunal da Relação de Lisboa:

*“1. A análise económica do direito põe, não só a questão de solucionar o conflito que é trazido à apreciação do Tribunal, mas sobretudo a questão de corrigir as ineficiências do próprio sistema de justiça que é chamado a intervir para solucionar o conflito. Assim, ela é desde logo e principalmente uma prática crítica do direito.(...).<sup>61</sup>*

Pois, também, encontramos no voto deste mesmo relator a aplicação desta doutrina, muito bem exarada conforme se segue:

*“A análise económica do direito incidu criticamente nas clássicas formulações da formação dos contratos, servindo-se dos instrumentos da teoria económica dos jogos. Nestas matérias, a teoria jurídica tradicional centrava as suas preocupações nos aspectos de igualdade das partes e do equilíbrio dos direitos de dois sujeitos abstratos, sem atender às diferenças de poder económico de uma e outra; mas a análise económica do direito centra as suas preocupações no aspecto de eficiência económica; o aspecto do equilíbrio das partes mantem-se, mas fica agora reforçado do ponto de vista da realidade económica, dos custos de transação relativos e da força negocial (poder negocial) de cada contraente.*

---

<sup>61</sup> Tribunal da Relação de Lisboa. **Processo: 160/04.1TBSSB.L1-1.** Relator: JOÃO RAMOS DE SOUSA. Julgado em 18/09/2012.

*A análise económica do direito, em matéria de formação de contratos, alarga a questão das medidas a tomar face ao comportamento dos indivíduos em conflito para as medidas a tomar face ao funcionamento do próprio sistema de justiça que é chamado a intervir em situações de conflito. Esta análise crítica parte das considerações da teoria microeconómica das externalidades, das economias de escala e dos bens públicos. A análise jurídica torna-se assim instrumento da análise microeconómica. Sobretudo, uma exigência da análise económica do direito é a eliminação dos regimes jurídicos economicamente ineficientes. Aqui, o dispositivo tradicional da formação dos contratos revela-se economicamente ineficiente porque não contém um mecanismo suficientemente dissuasor da prática de ilícitos, antes premeia a prática desses ilícitos pela parte economicamente mais forte. Torna-se necessário restituir o equilíbrio das situações jurídicas, e com isso alcançar a eficiência económica e o ótimo de Pareto. Põe-se assim não só a questão de reparar a situação particular, o conflito que é levado à apreciação do tribunal, mas sobretudo a questão de corrigir o sistema de justiça que intervém em situações de conflito. Assim, a análise económica do direito não é uma qualquer teoria do direito: é desde logo, e principalmente, uma prática crítica do direito. O desenvolvimento da moderna produção capitalista criou sistemas de produção em massa. Como nota A.W.Katz (1998:3:502), assim como os custos fixos e as economias de escala levam os fabricantes a desenvolver produtos padronizados no sector industrial, assim também as mesmas condicionantes levam os fornecedores de serviços a desenvolver contratos padronizados para serem assinados pelos seus clientes. Sob uma consigna simples: é pegar ou largar. Num mercado concorrencial, os interessados em contratar um serviço dispõem de alternativas contratuais. Mas o que se passa é que frequentemente estamos aqui num mercado pouco ou nada concorrencial, oligopolístico ou mesmo monopolístico, em que o cliente não tem verdadeira alternativa de escolha do fornecedor. Também há situações de informação assimétrica que põem ainda mais em questão as já de si frágeis condições de negociação dos contratos. Esta segunda perda de eficiência do mercado resulta da informação assimétrica dos fornecedores e dos clientes: os fornecedores conhecem perfeitamente a qualidade dos bens e serviços que*

*fornece, mas os clientes só têm uma vaga noção disso (este fenómeno foi descrito por Akerloff, 1970, como o market for lemons, mercado dos “barretes”). Finalmente, uma terceira perda de eficiência resulta do poder negocial do fornecedor, que impõe cláusulas abusivas nos contratos padronizados. Então, perante a captura dos legisladores pelo poder económico e financeiro, o Tribunal, como regulador da sociedade, intervém para estabelecer normas que restituam condições da igualdade negocial possível, por exemplo, entre uma seguradora e o dono de um automóvel, entre uma operadora de telecomunicações e os seus clientes, entre um banco e uma empresa que procura obter aí um financiamento. Se o fornecedor for uma grande empresa, decerto disporá de um serviço jurídico para lhe preparar determinados contratos-tipos, e incluir neles cláusulas sempre idênticas, estabelecendo a situação jurídica a seu favor: são as cláusulas contratuais gerais.”<sup>62</sup>.*

Portanto, verifica-se que na prática a teoria económica do direito vem sendo utilizada para dirimir conflitos na área empresarial, sempre que se faz necessário trazer às relações equilíbrio e eficiência nos negócios. Tal premissa se vale para as Startups que já trazem em suas características essa essência desenvolvida por esta teoria.

---

<sup>62</sup> Tribunal da Relação de Lisboa. **Processo: 540/11.6TVLSB.L2-1**. Relator: JOÃO RAMOS DE SOUSA. Julgado em 28/04/2015.

## CAPÍTULO II – AS STARTUPS: Conceito, natureza jurídica, características e modelos de constituição

### 2.1 O Conceito e características das Startups

No capítulo anterior fizemos uma breve abordagem histórica a respeito das origens das Startups. Sua aparição com o desenvolvimento da área tecnológica na Universidade de Stanford e a criação do termo “Vale do Silício” nos Estados Unidos. Agora, imprescindível conceituar este instituto e adentrar acerca das questões jurídicas que abordam a constituição de uma Startup.

O vocábulo “Startup”, conforme apontado pelo *Oxford English Dictionary*<sup>63</sup>, começou a ser utilizado no início dos anos 70, mais precisamente, em abril de 1970, com a referência do termo pelo New York Times. Os empreendedores, Steve Blank e Bob Dorf<sup>64</sup>, autores consagrados por darem as bases do “movimento *Lean*”<sup>65</sup>, “*Startup não é uma categoria de empresa, mas sim um estágio de desenvolvimento de uma empresa*”.

Para estes autores, trata-se de um estágio inicial de desenvolvimento, fortemente caracterizado pela ausência de processos internos e organização, no qual esta é movida pelos impulsos de comercialização de uma ideia inovadora, preferencialmente, disruptiva<sup>66</sup>.

A inovação pode ser visualizada, segundo David O’ Sullivan e Lawrence Dooley<sup>67</sup>, entre três tipos de principais fatores: *a inovação incremental, que melhora um produto, processo de produção ou serviço; a inovação radical, que ocasiona transformações expressivas em algo já estabelecido; e a inovação disruptiva, que modifica radicalmente as práticas de negócio ou a sua integralidade de um setor industrial/comercial.*

A disrupção, aqui citada como característica de inovação, aparece como forte característica em Startups, frequentemente ligada a inovações tecnológicas que modificam a estrutura de determinados nichos de mercado com novos produtos e

---

<sup>63</sup>STARTUP. In: Oxford English Dictionary. 3.ed, Oxford University Press, 2016. Disponível em: <[www.oed.com.proxy.library.nyu.edu/view/Entry/189205?isAdvanced=true&result=1&rskey=Hhckfz&&print](http://www.oed.com.proxy.library.nyu.edu/view/Entry/189205?isAdvanced=true&result=1&rskey=Hhckfz&&print)>, acesso em: 19/04/2019.

<sup>64</sup>BLANK, Steven Gary; DORF, Bob. **The Startup Owner’s Manual: The step-by-step guide dor building a great company**. Pescadero, California: K&S Ranch, 2012, p.30.

<sup>65</sup>A palavra *lean* pode ser traduzida como “enxuta”, então, *Lean Startup* significa, numa tradução livre, startup enxuta. Esse conceito, no universo da administração/gestão, envolve um trabalho de identificação e eliminação de desperdícios nos processos e está muito atrelado ao ambiente de Startups de tecnologia.

<sup>66</sup>BLANK, Steven Gary; DORF, Bob. **The Startup Owner’s Manual: The step-by-step guide dor building a great company**. Pescadero, California: K&S Ranch, 2012, p.30

<sup>67</sup>SULLIVAN, David O’; DOOLEY, Lawrence. **Applying innovation Thousand Oaks**. California: Sage, 2009, p.23.

serviços. A modificação é tamanha que muitas estruturas jurídicas usualmente aplicadas a estes mercados se tornam obsoletas, ou mesmo incompatíveis gerando grandes discussões, como já citados nesse trabalho o caso da Uber e do Airbnb.

Para o autor Erick Ries<sup>68</sup>, “*uma Startup é uma instituição humana projetada para criar produtos e serviços sob condições de extrema incerteza*”. Para Ries, o cerne da questão quando estamos falando de Startups é a inovação, independentemente da constituição empresária pela qual esta é formada<sup>69</sup>.

Para este autor, o conceito de inovação pode se desdobrar de quatro maneiras quando se empreende em uma Startup que são: as descobertas científicas originais, um novo uso para uma tecnologia existente, a criação de um modelo de negócios que agrega um novo valor e a disponibilização de um produto ou serviço num local ou para um grupo de clientes anteriormente mal atendidos<sup>70</sup>.

Da análise sob o ponto de vista da inovação dos autores acima, percebemos o quanto uma Startup atinge diretamente o âmbito jurídico existente, principalmente, no que tange as áreas de direito societário, financeiro, propriedade intelectual, tributário, contratual, enfim, é uma gama enorme de novidades que vão trazer ao jurista ocasiões de novas adaptações e, por que não dizer, evoluções ao direito vigente.

Para além da questão do estágio inicial de uma Startup e o perfil inovador deste tipo de negócio, é possível apresentar mais cinco características intrínsecas das Startups, conforme lição dos autores brasileiros<sup>71</sup>, Vejamos:

- A) **Significativo controle de gastos e custos:** chamado de *bootstrapping*, as startups devem utilizar ao máximo as capacidades individuais e complementares de seus fundadores e colaboradores para diminuir os custos operacionais e focando nos investimentos e desenvolvimento de seus produtos. O *bootstrapping* é uma característica essencial e quase que um mantra entre os empreendedores desse tipo de negócio.
- B) **O seu serviço/produto é operacionalizado por meio de um “produto mínimo viável” (*Minimum Viable Product - MVP*):** sob a mesma lógica do *bootstrapping*, os empreendedores focam em produtos extremamente

---

<sup>68</sup> RIES, Eric. **A Startup Enxuta**. São Paulo: Leya, 2012, p.23-24.

<sup>69</sup> Idem.

<sup>70</sup> Idem.

<sup>71</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2018, p.24-26.

simples e viáveis, apenas para verificar as condições do mercado para este tipo de produto, complementando-o e adequando-o posteriormente caso seja descoberta a demanda, mantendo os custos da Startup sempre baixos.

- C) **O produto ou ideia escalável:** esta é a noção de que o produto é facilmente expandido para outros mercados e em diferentes níveis de capilaridade e distribuição. Percebe-se que se mantém a lógica do baixo custo com uma operação mínima e possivelmente expansível. A ideia é buscar uma economia de escala por meio da replicação de um mesmo produto para inúmeros consumidores.
- D) **A necessidade de capital de terceiros para a operação inicial (*fundraising*):** normalmente o capital aportado pelos fundadores não é suficiente para suportar o crescimento necessário. Por essa razão, as Startups buscam investidores externos para financiar seus negócios e expansões. Normalmente, esta captação é realizada através de *rounds*<sup>72</sup> de investimento.
- E) **Utilização de tecnologia para o modelo de negócios:** por fim e não menos importante, quando falamos de inovação a lógica e a essência de uma Startup é a sua base em processos de alta tecnologia. O uso de plataformas digitais, hardwares e softwares para o desenvolvimento de produtos de primeira linha sempre estão na base da cadeia de processos de uma Startup.

Todas essas características podem ser analisadas mais detalhadamente e ambas possuem desmembramentos bastante interessantes. Contudo, como a intenção deste trabalho é descrever alguns principais aspectos jurídicos relacionados com a estrutura societária e contratual das Startups, é necessário entender suas complexidades e peculiaridades dentro deste escopo. Assim, necessária também estabelecer uma conceituação jurídica a respeito dessa instituição chamada Startup.

Sob o ponto de vista legislativo são poucas as definições encontradas para as Startups. Em alguns países já existem conceitos legais definidos. Vejamos:

---

<sup>72</sup> Cada vez que uma Startup recebe um investimento externo, este é chamado de *round* de investimento. Normalmente, em um modelo de negócio como este cada "round" define uma fase da Startup, como por exemplo, um round inicial em que se recebe captação de investimento de pessoas próximas, até mesmo um "*round serie A*" em que é um investimento de maior aporte, normalmente realizado por uma *venture capital*.

A lei Italiana, prevê que para ser considerada uma Startup necessária a presença de requisitos, tais como a criação da empresa em no máximo há cinco anos, sua sede tem que ser na Itália, não ocorra distribuição de lucros, o rendimento anual deve ser inferior a cinco milhões de euros e que ela comercialize produtos ou serviços de alto valor tecnológico<sup>73</sup>. Esta caracterização dada pela Lei italiana parece indicar um desdobramento do conceito tradicional de empresa, dando as Startups um estatuto jurídico diferenciado, com particularidades e vantagens.

A lei da Letônia, assim como a lei italiana, prevê também que a Startup tenha que ser constituída em no máximo há cinco anos, contudo, prevê que os rendimentos nos dois primeiros anos devem ser inferiores a 200 mil euros, que a ao menos cinquenta por cento dos gastos da empresa devem ser realizados em pesquisa e desenvolvimento e que pelo menos setenta por cento dos colaboradores empregados possuam mestrado ou doutoramento<sup>74</sup>.

Outro exemplo legislativo que encontramos é na França. Para os franceses o prazo de constituição da empresa deve ser em período inferior a oito anos, que ela seja qualificada como microempresa ou empresa de pequeno porte nos termos da legislação vigente, tenha sua composição societária com ao mínimo de cinquenta por cento das quotas detidas por empreendedores ou fundos de *venture capital*<sup>75</sup>.

É interessante observar que há primeira vista, não há um consenso a respeito de um conceito legal sobre as Startups entre as legislações verificadas. Há nítida impressão de que tais países visam um desenvolvimento de políticas públicas específicas aos quais desejam promover.

É interessante notar, a exceção do modelo francês, que já traz menção a composição societária, as demais legislações discorrem pouco acerca de questões como esta. Nota-se também, por óbvio, que ambos conceitos previstos nas legislações informadas são de países que adotam o Civil Law. Neste sistema, é nítida a natureza jurídica de uma Startup, no âmbito do direito contratual e societário, cuja a essência de constituição de uma Startup estará ligada aos Contratos Societários.

---

<sup>73</sup> ITALIA. Requisitos previstos na Lei. nº. 221 de 2012 da Itália, disponível em <<https://rio.jrc.ec.europa.eu/en/library/law-17-december-2012-n221-innovative-start-ups>>. Acesso em 19/04/2019.

<sup>74</sup> LETÔNIA. Requisitos previstos na Lei de Incentivos para Startups da Letônia, disponível em <[www.labsolatvia.com/news/latvian-startup-law-finally-translated-into-english](http://www.labsolatvia.com/news/latvian-startup-law-finally-translated-into-english)>. Acesso em 19/04/2019.

<sup>75</sup> FRANÇA. Requisitos previstos nas normas fiscais da França, disponível em <<https://www.impots.gouv.fr/portail/international-professionnel/tax-incentives#ISU>>. Acesso em 19/04/2019.

Diferentemente do que podemos observar no âmbito do *Common Law*, cuja essência de constituição de uma Startup está ligada tão somente a formalização contratual, sem a constituição de uma empresa na fase inicial, nos moldes do direito das sociedades. Esse é o caso das Startups que se iniciam sob o aspecto de um Memorando de Entendimentos.

É importante diferenciar o MdE de um contrato de sociedade não registrado, que por sua característica consiste numa formalização contratual que dá lugar ao regime específico da sociedade em formação. Isso, por que, o MdE, diferente de um contrato de sociedade em formação não possui necessariamente a cláusula de obrigação de formação de uma sociedade. Não há, portanto, necessidade de constituição de uma sociedade de fato, dado que estas muitas vezes podem não vir a ocorrer.

Estes documentos iniciais de uma futura empresa são considerados como meio de formação de Startups. Contudo, nos sistemas de *Civil Law*, esbarram na dureza das legislações, que muitas vezes impõe ao empreendedor a direta constituição de uma sociedade para que sejam atribuídas vantagens específicas, sejam elas no âmbito fiscal, ou mesmo em âmbitos de propriedade intelectual e trabalhista.

Para consecução deste trabalho, vamos analisar juridicamente as Startups formalizadas pelo Memorando de Entendimentos, como modelo de pré-constituição, bem como as empresas constituídas sob a forma limitada, as sociedades constituídas de forma coletiva e as sociedades anônimas de capital fechado, para posteriormente, podermos analisar os impactos que cada tipo de constituição pode trazer para as Startups, a depender do seu estágio e forma.

Importante pontuar que este trabalho não irá analisar as Startups constituídas sob a forma anônima de capital aberto, por entender que este modelo se aplica tão somente a um estágio avançado de empresas que realizaram Oferta Pública de Ações (OPA) e já não mais fazem parte do conceito de Startup.

## 2.2 A Natureza jurídica do Memorando de Entendimentos (MdE)

É latente a influência que o modelo de negócio Startup, criado nos Estados Unidos da América, não somente por ser pioneiro na história destas organizações, mas, também pela cultura empreendedora que as Startups adquiriram com a experiência no

Vale do Silício. Nesse aspecto, o direito norte americano desenvolveu instrumentos jurídicos voltados a atender as demandas geradas por tais empresas, muitos passaram a se valer destes instrumentos em outros locais do mundo.

As características das Startups, já elencadas neste trabalho, levaram a adaptações jurídicas que o próprio negócio em si já ensejava. Não adiantava para estas novas empresas aplicarem os modelos de gestão já consagrados em uma grande corporação, da mesma forma, não seria diferente quanto a adoção de soluções jurídicas para as Startups.

O forte anseio do empreendedorismo que marca a cultura das Startups levou a ideia de um novo modelo, capaz de operacionalizar as ideias inovadoras e a necessidade de organizar o relacionamento a ser estabelecido entre aqueles que se dispunham a compactuar o novo projeto. Era necessária uma ferramenta capaz de trazer certa segurança jurídica com baixo custo de transação.

De acordo com o autor Erik Nybo<sup>76</sup> a constituição de uma sociedade desde o seu início muitas vezes se apresenta inviável, uma vez que resulta na aplicação de recursos para a criação de uma estrutura considerada desnecessária na fundação de uma Startup, quando estes poderiam ser aplicados na solução do produto que será oferecido ao mercado. Ademais, muitas vezes neste estágio sequer houve validação do produto a ser desenvolvido. Desta necessidade de uma forma mais célere e económica, surge o Memorando de Entendimentos (nos Estados Unidos da América denominado *pre incorporation agrément* ou *pre shareholder agrément*), ou seja, um contrato preliminar utilizado para que os empreendedores (e talvez futuros sócios) regulem a forma como serão tratadas as relações estabelecidas entre as partes do negócio que está sendo criado.

Para a doutrina clássica do direito, o processo de formação dos contratos é composto por três fases: a fase pré-contratual, ou negociação entre as partes; o contrato preliminar, no qual as partes estabelecem um compromisso; e a celebração do contrato definitivo.<sup>77</sup>

A despeito da fase negocial é imperioso citar o artigo 236º e 237º do Código Civil, que dispõe da eficácia das declarações negociais se as partes estão de acordo com o

---

<sup>76</sup> JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá – 2016, p.31.

<sup>77</sup> Idem.

negócio jurídico realizado. Para Galvão Teles<sup>78</sup>, tal premissa deve ser interpretada objetivamente, ou seja, de forma que as declarações expressas não devem dar margem para interpretações diferentes daquelas que estão na negociação.

O mesmo autor dispõe que a materialização da orientação objetiva de interpretação, em que se exalta implicância direta da tutela da confiança, busca atender a “impressão que o declaratório colhe da declaração feita”.<sup>79</sup>

Sobre o assunto, dispõe Antônio Menezes de Cordeiro<sup>80</sup> que se o declarante emitiu uma declaração devida – entenda-se resguardado pela forma e pela boa-fé objetiva – haverá interpretação do sentido da cláusula contratual conforme lhe faria um declaratório normal. Porém, se houve erro do declarante, de modo que não possa ser imputado diante do declaratório normal, então, a única solução viável será a declaração de nulidade do ato.

Esses são os critérios gerais norteadores da apuração hermenêutica dos negócios jurídicos, previstos na legislação. Contudo, é possível que, em determinados casos, os balizadores estudados não sejam suficientes para solucionar a contenda estabelecida entre emitente e emissário da declaração negocial. Desta feita, completa o artigo 237<sup>o</sup>, o disposto no anterior, como uma norma supletiva, simples e objetiva que elucida todos os casos aparentemente irresolúveis: *“se o negócio jurídico for gratuito, opta o julgador pelo sentido menos gravoso ao dispoente; se oneroso, buscará o que leve ao maior equilíbrio das prestações”*<sup>81</sup>.

Esses são os princípios gerais norteadores dos negócios jurídicos, suficientes para resolução de quase todos os conflitos que envolvem interpretação de disposições contratuais. Porém, como explica Evaristo Mendes<sup>82</sup>, se não for possível um resultado plausível, não há solução que não seja declarar a nulidade do termo negociado.

Daí a importância em realizar uma boa negociação e um bom arranjo contratual que informe as premissas do negócio jurídico que está surgindo. Uma vez realizada as negociações (fase pré-contratual), havendo convergência dos interesses entre as partes, estas devem passar para a elaboração do contrato preliminar. A finalidade deste

---

<sup>78</sup> TELES, Inocêncio Galvão - **Manual dos Contratos em Geral**. p. 446

<sup>79</sup> Idem.

<sup>80</sup> CORDEIRO, Antônio Menezes de - **Tratado de Direito Civil Português**. p. 763

<sup>81</sup> PORTUGAL. Código Civil. Art. 237<sup>o</sup>.

<sup>82</sup> MENDES, Evaristo - **Interpretação e integração do negócio jurídico**. Lisboa: Universidade Católica Portuguesa, 2012z. Disponível em [http://www.evaristomendes.eu/ficheiros/Evaristo\\_Mendes\\_Interpretacao\\_e\\_integracao\\_do\\_negocio\\_juridico\\_\(Final\).htm](http://www.evaristomendes.eu/ficheiros/Evaristo_Mendes_Interpretacao_e_integracao_do_negocio_juridico_(Final).htm). Consulta em 24/09/2019.

Contrato é garantir que as partes seguirão em frente com o negócio definitivo que pretendem celebrar futuramente.<sup>83</sup>

É nesse aspecto que surge o MdE. Ele antecede o contrato definitivo (contrato social ou estatuto no caso), mas, cria obrigações e deveres entre as partes. Ainda que a sua convenção gere uma expectativa de direito, considerando as premissas que devem ser cumpridas no contrato preliminar, para muitos autores, a partir deste momento já está constituída uma Startup.

Tal premissa sugere que muitas destas “empresas” já ganham corpo com a constituição do MdE. E de fato é isso que ocorre, dado que o MdE muitas vezes é utilizado por longos períodos para reger as relações entre as partes que convencionam a Startup e muitas vezes para poupar os custos não passam para a constituição de uma empresa propriamente dita. É fato, também, que muitas das Startups sequer conseguem sair deste estágio de operação, muitas vezes por erros de gestão, ou em outras vezes pelo simples fato de não corresponderem a bons produtos e/ou serviços.

Um dado que demonstra bem a incerteza de sucesso nesse tipo de negócio é que em pesquisa realizada pela Informa D&B<sup>84</sup> entre 2007 e 2015 revela que apenas 52% das Startups portuguesas chegam ao terceiro ano de vida.<sup>85</sup> Cerca de 67% sobreviveram ao primeiro ano de atividade, 41% chegaram ao quinto ano e apenas um terço destas empresas chegam ao sétimo ano de atividade.

Os números demonstram o quanto é alto o risco de investimento no setor. Por isso a razão de um contrato preliminar para prever as relações iniciais do iminente negócio. Ora, claro, portanto, que o MdE possui uma natureza jurídica de um contrato preliminar, dado as suas características.

Salienta-se que devido as questões de riscos que envolvem o negócio, bem como os custos envolvidos, pode não ser conveniente às partes celebrar um contrato definitivo, constituindo uma sociedade empresária. Logo, ao optarem pelo MdE, há opção clara pela contratação prévia, prevendo um contrato futuro e definitivo.<sup>86</sup>

---

<sup>83</sup> FARIAS, Cristiano C. de; ROSENVALD, Nelson. **Curso de Direito Civil: Contratos – teoria geral e contratos em espécie**. 5ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 77.

<sup>84</sup> Informa D&B é a empresa que, em Portugal e Espanha, lidera a oferta de informação e conhecimento sobre o tecido empresarial, ajudando a fundamentar as decisões de negócio dos seus clientes, há mais de 100 anos.

<sup>85</sup> PORTUGAL. Disponível em <https://observador.pt/2016/08/23/mais-de-metade-das-startups-portuguesas-chega-aos-tres-anos-de-vida/>

<sup>86</sup> VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito Civil: teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos**. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2010, p.432.

Minimiza-se, assim, riscos de maiores perdas e evita-se a necessidade de manutenção ou fechamento de uma empresa malsucedida.

Ademais, com o MdE as partes terão a segurança de que sua relação estará protegida. A previsão das responsabilidades de cada uma das partes, bem como seus direitos e obrigações, garante aos empreendedores uma segurança maior quanto à relação determinada.<sup>87</sup>

Há de se destacar, também, que a elaboração de um MdE atrai investimentos, dado que representa uma estruturação do negócio minimamente organizada, que certamente será considerada na hora da tomada de decisão no investimento em um Startup.<sup>88</sup> A instrumentalização jurídica do negócio entre os empreendedores traz maior segurança ao investidor, gerando maiores chances de interesse e efetivação do negócio idealizado pela Startup.<sup>89</sup>

### 2.3 Cláusulas do MdE

Como vimos anteriormente, além de gerar segurança, o MdE, enquanto contrato preliminar, deve regular o modo pelo qual se regerá relação entre as pessoas que se juntaram para colaborar com a criação do novo produto ou serviço que será oferecido pela Startup. Logo, necessário seria estipular exatamente o projeto a ser desenvolvido pelos seus empreendedores. Delimitar o projeto é um meio de atrelar as demais obrigações que serão estipuladas no contrato preliminar, dando-o caráter bem definido e evitando, assim, dúvidas que possam gerar durante o negócio.

Após esta delimitação e não menos importante, o MdE deve prever a expectativa de participação de cada um dos sócios<sup>90</sup> na sociedade que vai ser constituída à posteriori. A estipulação das respectivas participações no negócio nesta fase evita que os futuros sócios entrem em desacordo no momento em que o projeto se provar bem-sucedido.<sup>91</sup> Ademais, será necessário pensar que em caso de um aporte financeiro por parte de algum investidor, tal divisão facilitará a venda de participações na futura

---

<sup>87</sup> JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá – 2016, p.35.

<sup>88</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2018.

<sup>89</sup> JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá – 2016, p.30-35.

<sup>90</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 158

<sup>91</sup> JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá – 2016, p.30-35.

empresa. A previsão de porcentagem ao qual os empreendedores estarão dispostos a vender futuramente é o que se denomina *equity participation*.<sup>92</sup>

Conforme ensina Nybo<sup>93</sup> é desejável que seja previsto que as vendas das respectivas participações ocorram de forma proporcional em caso de aporte de terceiros, pois, além de demonstrar uma preocupação dos empreendedores com a perspectiva da futura sociedade, também demonstra ao possível investidor a possibilidade concreta de que o investimento possa ser realizado sem maiores problemas.

Não menos importante será estabelecer uma cláusula condição pelo qual os empreendedores se comprometem a constituir a sociedade. Normalmente esta condição está atrelada a um aporte financeiro significativo<sup>94</sup>. A previsão também quanto à forma pelo qual a empresa será constituída, definindo-se desde já um modelo de contrato social, torna-se frequentemente utilizado nos Memorandos de Entendimento, uma vez que se evita o desgaste com discussões futuras e eventual inviabilização do projeto por discórdia dos futuros sócios.

Além destas cláusulas, são comuns a previsão de saída de um dos empreendedores antes do projeto ser lançado, cláusulas de não competição, para evitar que algum dos futuros sócios pratique concorrência contra a Startup, cláusulas de mediação e arbitragem, para a melhor solução de conflitos, cláusulas de confidencialidade, protegendo-se o segredo do negócio e, por fim, cláusulas de direitos sobre propriedade intelectual geradas durante a fase de constituição da futura empresa.

#### 2.4 Finalidade do MdE e a constituição de uma Empresa

Conforme verificamos nas possíveis cláusulas de um MdE de pré-constituição de uma empresa Startup necessária a inclusão de uma cláusula condição para que seja estabelecida um momento pelo qual os empreendedores se obrigam a constituição de uma sociedade empresária. Caso as partes do negócio não estipulem prazo ou condição para a celebração de um contrato definitivo, nada poderá obriga-los a realizar tal operação.

---

<sup>92</sup> Idem.

<sup>93</sup> Idem.

<sup>94</sup> Idem.

Logo, a importância de frisar um marco para que seja estabelecido um momento pelo qual o investimento em uma estrutura societária ocorrerá dentro daquilo que foi acordado entre os empreendedores. Logo, uma vez determinada a condição factual pelo qual ensejará o contrato definitivo e preenchida os seus requisitos, recairá sobre as partes a obrigação de celebrar o negócio.

Para além da condição de aporte financeiro, já citada no item anterior, é comum nas Startups possuírem como cláusulas condições a determinação de determinado número de clientes adquirentes do produto explorado; a celebração de uma parceria com uma empresa do ramo que se está investindo; a finalização de um produto ou modelagem do serviço; pedidos de venda em volume capaz de sustentar o projeto, entre tantos outros que podem ocorrer de acordo com a necessidade de cada projeto Startup<sup>95</sup>.

Diferentemente dos Contratos Sociais e Estatutos, como a maioria das legislações de Civil Law não prevê o MdE como uma forma de constituição formal de empresa, não há nenhuma cláusula efetivamente obrigatória de direitos e deveres nesse contrato que possa configurar uma relação societária.

Toda exposição de cláusulas que estabelecemos em um MdE servem para dar uma mínima segurança aos empreendedores. Logo, é possível concluir que, apesar de deixar os custos mais baixos, o MdE deve ser vislumbrado como “uma solução temporária, mas não suficiente, ao problema da burocratização da constituição de uma empresa”.<sup>96</sup>

É importante vislumbrar que, entretanto, o MdE e a falta de constituição formal de uma empresa podem expor os futuros sócios aos riscos da atividade em que desejam ingressar. A depender do ramo de atividade, é inviável a uma pessoa física (no caso os empreendedores) arcar com problemas que possam aparecer no fornecimento de determinado produto ou serviço, podendo inclusive recair as questões sobre patrimónios pessoais<sup>97</sup>.

Para que se proteja de forma eficaz o património dos sócios a constituição de uma sociedade empresária torna-se o meio mais eficaz. Destarte os tipos societários

---

<sup>95</sup> Idem.

<sup>96</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2018, p.159.

<sup>97</sup> Idem.

existentes, cada um com as suas peculiaridades, é facto que a sociedade em si protege os sócios contra eventuais danos e responsabilidades acerca de seus produtos e serviços.

Finalmente, é importante salientar que o MdE nem sempre é uma solução que se aplica a todos os modelos de negócios a que se pretendem os empreendedores, ainda mais se considerarmos o engessamento das leis que os países de *Civil Law* dispõem para tal tipo de relação. Em alguns casos, como por exemplo, o mercado de *fintechs*<sup>98</sup>, cujo mercado é altamente regulamentado, é muito difícil iniciar uma operação sem uma sociedade constituída.

## 2.5 Os Tipos Societários: Razões e escolhas na constituição formal de uma sociedade Startup

Antes de estudar as características de cada um dos tipos societários para a constituição de uma Startup algumas considerações se fazem necessárias. No contexto dessas empresas cabe o estudo das sociedades por quotas e sociedades por ações de capital fechado, excluindo-se as sociedades unipessoais por quotas, o empresário em nome individual e o Estabelecimento Individual de Responsabilidade Limitada (EIRL). Tal facto se dá, conforme entendimento da lógica do *bootstrapping*, que consiste simplesmente em maximizar os potenciais do próprio empreendedor (minimizando o investimento inicial de terceiros), fazendo com que indivíduos fundadores (*founders*) associem-se, buscando parceiros que possam auxiliá-los com conhecimentos que não possuem.<sup>99</sup>

Logo, a ideia de uma sociedade unipessoal ou EIRL, ou ainda empresário em nome individual, confronta com o ideal de formação de uma Startup. Outro ponto que decorre de um empreendimento Startup é a adoção de colaboração de terceiros por contratos de *vesting*<sup>100</sup> em que o empreendedor disponibiliza alguma participação societária para estes parceiros. Essa dinâmica, portanto, torna inviável a adoção de um modelo de sociedades com apenas um sócio.

---

<sup>98</sup> Fintech (do inglês: finance and technology) é um termo que surgiu da união das palavras financeira (financeiro) e technology (tecnologia). Fintech são maioritariamente Startups que trabalham para inovar e otimizar serviços do Sistema financeiro.

<sup>99</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2018, p.160.

<sup>100</sup> O termo vesting vem do inglês vest, que significa vestir. Por definição, Vesting é um contrato (um acordo) no qual um sócio e/ou colaborador receberá progressivamente um percentual da empresa de acordo com alguma premissa pré-estabelecida.

Assim, as Startups constituem-se, na maioria das vezes, como sociedades empresárias.

Segundo Duening, Hisrich e Lechter<sup>101</sup>, um empreendimento de Startup é normalmente de propriedade de um ou mais indivíduos ou entidades, cada um fazendo uma contribuição ou um investimento no negócio em troca da participação acionária (porcentagem de propriedade). Estes são em geral conhecidos como os fundadores. Já, os indivíduos ou entidades que possuem o empreendimento são denominados principais, proprietários ou, ainda, participantes de patrimônio. Indivíduos ou titulares que fazem contribuições para o negócio depois de sua constituição são chamados de investidores ou credores.

Percebe-se que, na maior parte das vezes, a atividade empreendedora de uma Startup compreende a pluralidade de indivíduos que concorrem, cada qual com a sua parte, na propriedade da empresa<sup>102</sup>. Não obstante, ressalta-se que a configuração de sociedade unipessoal não é algo impossível, apenas desaconselhável dentro da perspectiva do negócio Startup.

Dadas estas considerações iniciais, restando claro que o objeto relativo as Startups após o contrato preliminar, são os contratos definitivos de constituição de sociedade empresárias, vamos verificar os tipos de sociedades mais comuns que podem ser adotados de acordo com a legislação portuguesa.

Nessa esfera, importa de momento que não serão analisadas as sociedades em comandita, devido a suas características intrínsecas, que causam maior risco aos investidores que não poderiam verificar responsabilidades diferentes entre sócios, aumentando o risco no empreendimento em si.

De tal forma, que será analisado os tipos societários que mais importam ao trabalho, qual seja, as sociedades em nome coletivo; as sociedades por quotas limitadas; as sociedades anónimas de capital fechado para a sequência deste trabalho.

### 2.5.1 *As Sociedades em Nome Colectivo*

Não tão usuais quanto as demais que iremos discorrer neste trabalho, as sociedades em nome colectivo merecem uma certa atenção dada que possuem algumas

---

<sup>101</sup> DUENING, Tom N.; HISRICH, Robert A.; LECHTER, Michael A. **Technology Entrepreneurship: Taking innovation to the marketplace**. Oxford: Elsevier, 2015 – tradução livre.

<sup>102</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2018, p.161.

características interessantes para o investidor de um Startup. Ao conhecer melhor as suas características, as suas vantagens e as suas desvantagens, poderemos tecer alguns comentários que poderão ser avaliados pelos empreendedores na hora de decidir o tipo societário de uma Startup.

Prevista no Código das Sociedades Comerciais<sup>103</sup>, precisamente nos artigos 175º a 196º e possui como características os seguintes aspectos: Existência mínima de dois sócios, podendo ser admitidos sócios de indústria; os sócios respondem de forma ilimitada e subsidiária perante a empresa e solidariamente entre si perante os seus credores sociais; a responsabilidade dos sócios inclui o valor das suas entradas e os bens que incorporam o património pessoal; os sócios que satisfaçam as obrigações da sociedade podem exigir dos restantes sócios o pagamento da parte que lhes cabe nas referidas obrigações; entre outras características previstas pela legislação.

Elencaremos aquelas mais importantes cujas vantagens e desvantagens podemos analisar sob dois aspectos: o do empreendimento Startup e do investidor que pode aportar recursos na empresa.

Sob a óptica dos empreendedores destaca-se que é uma sociedade em que não há montante mínimo de capital obrigatório. Para uma Startup cujos custos operacionais devem ser sempre mínimos tal premissa é bem importante (em que pese que este tipo societário exige contabilidade organizada, ou seja, mais despesas). Contudo, de sobremaneira, o risco para o empreendedor é maior, dado que este responde ilimitadamente, inclusive com os seus bens particulares.

Esse tipo societário permite a partilha de conhecimentos e de responsabilidades entre sócios. Em que pese admitidas contribuições de indústria, o seu montante não é computado no capital social, o que é bom para os empreendedores de capital, mas, não tão atrativo para o sócio de indústria (ainda que estes não respondem pelas perdas sociais nas relações internas), o que implica muitas vezes na preferência de outros tipos societários com a incidência do contrato de *vesting* para as relações com a Startup.

Para os investidores, uma sociedade em nome colectivo pode ser visto com bons olhos, uma vez que os sócios respondem ilimitadamente. Logo, pode ser uma garantia a mais que estes possuem para obter o retorno do seu investimento. Ademais, a

---

<sup>103</sup> PORTUGAL. Código das Sociedades Comerciais. Decreto Lei nº. 262/86, de 02/09, última atualização em pela Lei n.º 49/2018, de 14/08.

possibilidade de os sócios responderem solidariamente entre si, agrada aos investidores, que possuem um meio de pressão para os objetivos da Startup.

Em que pese interessante esse módulo societário, o mesmo não é tão comum no meio das Startups, dado que impõe ao empreendedor um alto grau de comprometimento e, como vimos, o risco inerente ao produto/serviço que uma Startup está alinhado é muito complexo, vindo muitas vezes o empreendimento a não dar certo, logo, é um modelo em desuso pelos empreendedores, para além de requerer destes uma maior responsabilidade já que respondem perante a sociedade ilimitadamente

### 2.5.2 As Sociedades por Quotas Limitadas

A sociedade por quotas é o estatuto jurídico de uma empresa composta por dois ou mais sócios cujo capital se encontra dividido por quotas. Ela deve ser então constituída por um número mínimo de dois sócios e o seu capital social deve ser de pelo menos 1€ (um euro).

As sociedades por quotas limitada são regidas pelo Código das Sociedades Comerciais, entre os artigos 197º e 270º. A Sociedade por quotas limitada é, por essência, uma sociedade do tipo *intuitu personae*<sup>104</sup>, ou seja, é realizada por pessoas cuja relação deve ser de confiança mútua, tanto perante a sociedade, como, obviamente, entre os sócios. Isso tem bastante relevância quando tratamos de uma constituição de uma Startup cuja essência é a captação de recursos com terceiros.

A sociedade por quotas limitadas, é uma sociedade constituída com base nas qualidades que cada sócio possui. O sócio se torna algo relevante, pois o vínculo pessoal entre os sócios dessa sociedade é importante. Assim, a negociação das quotas de uma sociedade não é tão simples quanto em uma Sociedade Anônima, por exemplo, necessitando inclusive a alteração do seu ato constitutivo. Além disso, nas Sociedades Limitadas existe o direito de preferência dos sócios existentes em adquirir a quota do sócio que deseja cedê-la a um terceiro<sup>105</sup>.

A sociedade limitada para além da identificação com os sócios, a característica mais importante de uma sociedade por quotas é a limitação de responsabilidade, que

---

<sup>104</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2018, p.172.

<sup>105</sup> Idem.

fica atrelada ao número de quotas de cada sócio, de acordo com o capital social da empresa.

Os sócios das sociedades por quotas possuem responsabilidade limitada (a nível externo) ao valor da quota subscrita, mas os sócios podem ser solidariamente responsáveis por todas as entradas acordadas no contrato social no caso de o capital não estar integralmente realizado.

Todos os sócios têm a obrigação de entrada (na sociedade, com bens suscetíveis de penhora como o dinheiro) e de aquinohar nas perdas (em caso de perda a mesma terá de ser partilhada), não sendo admitidas contribuições de indústria. Sob esse aspecto, nas Startups é que comumente se vislumbram os contratos de *vesting*, permitindo a contribuição de “investidores com capital intelectual”, que futuramente podem vir a se tornarem sócios.

Para os empreendedores de uma Startup, a limitação de responsabilidade é o grande atrativo para o lançamento do empreendimento. A mitigação de riscos em uma eventual falha de projeto, em tese, garante ao empreendedor responder tão somente pelo capital investido na empresa.

Outro ponto é que as relações entre sócios são mais fortes, há maior comprometimento entre as partes do contrato social e, conseqüentemente, maior interesse dos investidores quando estão diante dessa forma de sociedade.

Pode se dizer que a existência da limitação de responsabilidade é um reflexo da tentativa de se incentivar a atividade comercial, principalmente porque o investidor sócio mantém uma segurança em relação aos seus bens, respondendo de maneira limitada.<sup>106</sup>

Com a criação desta sociedade estabelece-se uma nova entidade jurídica, diferentes dos seus sócios, que fica sujeita a direitos e deveres, sendo o património da sociedade a responder perante os credores pelas dívidas da mesma. Dessa forma, a limitação da responsabilidade desempenha um papel fundamental na impulsão do negócio Startup, pois favorece ao empreendedorismo e, considerando os custos que envolvem a sua criação, normalmente são preferíveis às sociedades anónimas.

---

<sup>106</sup> DUENING, Tom N.; HISRIC, Robert A.; LECHTER, Michael A. **Technology Entrepreneurship: Taking innovation to the marketplace**. Oxford: Elsevier, 2015.

### 2.5.3 As Sociedades Anónimas de Capital Fechado

A sociedade anónima (S.A.) é uma forma jurídica de constituição de empresas onde o capital social se encontra dividido em ações que podem ser transacionadas livremente. Como se constitui como uma sociedade de capital, a sociedade anónima prevê a obtenção de lucros que são distribuídos pelos acionistas.<sup>107</sup>

As S.A. estão previstas no Código das Sociedades Comerciais entre os artigos 271º e 464º. É em si, uma entidade muito mais complexa do que as demais e muito mais burocrática, devendo seguir a rigor todos os trâmites e órgãos necessários para a sua consecução.

A primeira grande limitação destas empresas é que para se constituir uma sociedade anónima são necessários cinco sócios, denominados de acionistas. (é possível constituir uma sociedade anónima apenas com um sócio, desde que este seja uma sociedade já construída – contudo, não cumpre detalhar esta modalidade dado o objeto de estudos deste trabalho).

Neste modelo, a responsabilidade dos sócios é limitada ao valor das ações que subscreveu, não respondendo pelas obrigações da sociedade, para além do capital detido em ações. A segunda grande limitação desta modalidade encontra-se no capital social. Este não pode ser inferior a 50.000€, e será dividido em ações de igual valor nominal (nunca inferior a 1 cêntimo). A subscrição é feita pelos sócios, uma vez que estamos falando de uma sociedade de capital fechado.

Em geral, as S.A. são entendidas como sociedades de capital, ou seja, o aspecto financeiro e de financiamento da sociedade prevalece sobre as qualidades e o relacionamento que eventualmente os acionistas possam ter.<sup>108</sup> Por isso, possuem maior facilidade na negociação das ações adquiridas pelos acionistas.

Este modelo é essencialmente pensado para a operação na bolsa de valores (abertura de capital), ou seja, com a livre negociação de suas ações em um ambiente que possibilita o financiamento da empresa por meio da alienação dos valores mobiliários representativos de seu capital social. De tal forma, que a grande vantagem de se iniciar já uma Startup como uma S.A. de capital fechado é o aproveitamento da

---

<sup>107</sup> ALMEIDA, António Pereira de. **Sociedades Comerciais, valores mobiliários, instrumentos financeiros e mercados**. v.1, 7ªed, Coimbra: Coimbra Editora, 2013, p.441-443

<sup>108</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2018, p.173.

estrutura e cultura já iniciada desde o começo da constituição da Startup, para quando da realização da sua abertura de capital, momento este que se entende que a Startup já não possui mais as características de uma jovem empresa, alcançando assim uma maturidade.

Importante que a companhia de capital fechado prever hipóteses de restrição de alienação de valores mobiliários em seu estatuto social ou acordo de acionistas<sup>109</sup>, em seu início, posto que para uma Startup que se inicia sob esse aspecto é essencial que haja regulação da matéria nesse sentido.

Outro ponto chave para as Startups constituídas como S.A. é a facilidade para alienar uma ação, bastando a lavratura de transferência de propriedade da ação nominativa - quando o emitente pode conhecer a identidade dos titulares. Transmitem-se por declaração do seu transmitente a favor do transmissário, seguida de registo junto do emitente. Esse é um fator bem imprescindível as Startups, uma vez que a composição do capital social é tema bastante sensível para a captação de investimentos e fator de incentivo a colaboradores contratados por *vesting*.

Outro ponto que atrela vantagens para este tipo de sociedade quando se trata de Startups que são bastante importantes, são os contratos de mútuo conversível – tipo contratual em que ocorre um empréstimo (investimento) em valor pecuniário que pode vir a ser conversível em ações no futuro como forma de resgate do investimento – gerando um ganho fiscal relevante para o investidor a depender do caso. No caso das S.A. esse tipo de operação é facilitado em relação as sociedades por quotas limitadas.

Enfim, conforme podemos perceber cada tipo societário possui vantagens e desvantagens que a depender da realidade factual dos empreendedores e do local em que as mesmas estão sendo constituídas vão ser levados em consideração para a tomada de decisão.

É de se ressaltar que, independentemente do tipo societário, a constituição formal da Startup, seja qual for o modelo societário adotado, é ainda mais vantajosa do que uma operação na informalidade. Isto porque uma atividade irregular não está apta a limitar a responsabilidade dos sócios, ou seja, as sociedades de alguma forma, protegem o património, graças a sua personalidade jurídica.

---

<sup>109</sup> Idem.

## 2.6 Governança Corporativa em Startups

Para iniciarmos o tema de governança empresarial para Startup, cumpre, primeiramente, uma breve conceituação do tema para contextualização. A governança corporativa vem com o ideal de *compliance* nas grandes companhias. Em termos gerais, *compliance* é a fiscalização e cumprimento das normas legais e infralegais (*softlaw*) pelas empresas.

Este conceito se relaciona à visão de governança corporativa, muito bem definida pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) como o sistema pelo qual as companhias são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa se tornam princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses a fim de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.<sup>110</sup>

Transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa são os aspectos pelo qual se preza em uma boa governança empresarial. A questão insurgente a respeito das Startups sobre *corporate governance* sobressai quando da seguinte reflexão: como administrar tantos gastos com governança corporativa *versus* uma realidade do mercado de investidores que cada vez mais buscam transparência e eficiência de resultados em seus investimentos?

A questão em si é complexa e dado que os custos com os órgãos de governança são relativamente caros para Startups que buscam ser enxutas em seus gastos. Outras questões tais como se a descentralização de poder do controlador é saudável para uma empresa que está na sua fase inicial e precisa de agilidade, ainda mais em um mercado disruptivo e ágil como é o mercado de tecnologia.

Para essas questões Layon Lopes da Silva<sup>111</sup>, ensina que não uma fórmula básica quando se trata desse assunto. A necessidade de conhecimento de mercado, bem como dos potenciais investidores devem fazer o empreendedor de uma Startup se adequar a melhor realidade para o seu negócio.

---

<sup>110</sup> IBCG, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4.ed. São Paulo: IBCG, 2009, p.19.

<sup>111</sup> SILVA, Layon L. **Governança Coportativa para Startups**. Curitiba: Juruá – 2016, p. 63-84.

Para tanto, conseguimos vislumbrar os seguintes aspectos para efeitos da aplicação nas Startups:

- a) Sob o aspecto da sua constituição, caso ela ainda não tenha sido formalizada, ou seja, esteja ainda sob o manto de um MdE, não há a necessidade de se adotar melhores práticas de governança, devido a precariedade das obrigações dos sócios, contudo, com a essência do MdE é puramente contratual (no sentido da liberdade de contratar), nada impede de serem tratadas algumas questões sobre governança no documento que irá reger as relações iniciais;
- b) Se a constituição for sob o regime de Sociedade por quotas limitadas, o autor pontua que a depender da quantidade de sócios, a governança deve ser mais ou menos complexa, devido ao caráter *“tipicamente entre pessoas”*<sup>112</sup>. Se a sociedade for composta apenas por dois sócios, um plano de governança simples baseado na transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa, já basta para a atração de investimentos, sendo, inclusive um diferencial; Para sociedades por quotas limitadas com mais sócios e gestores, o autor indica que o respeito aos princípios já elencados, somados a uma maior rigidez do controle através de sistemas gerenciais, na prática vem trazendo resultados que compensam o investimento. Um acordo parassocial também pode ser bem-vindo para dar maior segurança aos sócios e melhor relação entre estes durante as operações.
- c) Nas sociedades anónimas de capital fechado, por lei, já enseja maior rigor com a criação de órgãos e conselhos de gestão. Desta forma o gasto em si não torna tão diferencial para os empreendedores que já devem prever em seu orçamento tais gastos. Contudo, tal premissa não enseja a criação de um Código de Governança complexo e caro. Basta regular bem a forma de constituição e atuação dos principais órgãos: o conselho de administração, diretoria e conselho fiscal.

---

<sup>112</sup> Idem.

d) No que tange as sociedades em nome coletivo, o principal aspecto a ser tratado são as relações que deverão reger os sócios de capital e os sócios de indústria. É fundamental um acordo parassocial para reger as relações. Ademais, nada impede que sejam adotadas medidas de governação nos termos das sociedades por quotas limitadas, quando tratamos de sociedades com mais sócios no ambiente Startup, conforme visto acima.

Ainda que importante a aplicação de governação para as Startups, é relevante reconhecer que muitas destas empresas preferem assumir o risco em não exercer regras de governação para evitar custos iniciais. Porém, tal medida nos parece precipitada e inconveniente, dado que tais riscos podem colocar em risco todo o negócio e conferir ao empreendedor um empecilho para captação de recursos no futuro.

## CAPÍTULO III – OS CONTRATOS DE INVESTIMENTO: A RELAÇÃO DAS STARTUPS COM SEUS INVESTIDORES

### 3.1 Introdução: A estrutura de capital das Startups

Como tudo relacionado as Startups tiveram origem nos Estados Unidos da América, quando vamos dialogar sobre o fomento destas entidades a palavra da vez é: *Fundraising*, ou captação de investimentos. Como abordamos anteriormente, a estrutura de uma Startup é montada sob um ambiente de extrema incerteza. Os aspetos relacionados a captação de recursos para as Startups se diferenciam de outras modalidades de investimentos devido a esse ambiente e suas peculiaridades.

Importante ressaltar que há diferentes reflexos causados pela incerteza dos resultados nas Startups, dado que investidores em geral buscam sempre a premissa de maior resultado ante ao menor risco possível de um investimento. Desta feita, a dificuldade primordial dos empreendedores neste ambiente é em relação a obtenção de recursos para o investimento inicial.

Não é novidade que o setor de tecnologia muitas vezes demanda um alto investimento. Desenvolvimento e inovação não caminham, senão com negócios bem estruturados e muito dinheiro. Além do fato das Startups operarem neste ambiente de incertezas, em muitas hipóteses podem ser considerados pelos investidores um mercado com grande assimetria de informações<sup>113</sup>.

Isso significa que inicialmente muitas Startups recorrerão a um financiamento interno inicial e, ao longo de sua vida, poderão buscar alternativas de financiamento externo que dependerão do seu grau de assimetria de informação, escala, necessidade de investimento e estruturação de seus ativos.<sup>114</sup>

Para Feigelson, Nybo e Fonseca<sup>115</sup> um dos grandes problemas imediatamente ligado dessas características é o endividamento precoce de empresas que, em situação desesperada, recorrem a bancos para financiarem suas ideias por meio de empréstimos com juros bem elevados em razão do risco do seu negócio, gerando riscos para os empreendedores.

---

<sup>113</sup> CASSAR, Gavin. **The Financing of Business Start-ups**. Journal of Business Venturing, n. 19, 2004, p.261-283.

<sup>114</sup> Idem.

<sup>115</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 68.

A fase inicial assume grande importância na sequência das Startups, pois, para além dos custos de desenvolvimento de produtos e serviços, é no início que se determina os custos iniciais de operação. Assim, gera despesas o aluguel de salas, moveis, colaboradores, deslocamentos, enfim, uma gama de despesas que exigirão muito da Startup recém constituída.

Tradicionalmente, o objetivo de lucro empresarial requer que a empresa supere os seus custos para que ela possa se prosperar. O ponto em que uma empresa supera os seus custos e começa, em sequência, a dar lucro é o chamado na teoria económica de “ponto de equilíbrio” ou *breakeven point*<sup>116</sup>.

Nas Startups, no entanto, os conceitos clássicos da teoria económica são certamente diferentes. Como muitas dessas instituições obtém financiamento de *venture capital*<sup>117</sup>, o foco inicial muitas vezes é a expansão a qualquer custo, sem a preocupação em atingir o *breakeven point*. A inexpressiva barreira de entrada em determinados segmentos, a velocidade das mudanças e a disrupção que estas causam no mercado justificam o financiamento dessas expansões abruptas de mercado.

Como exemplo em termos de empresa global, temos o caso da Uber: a empresa foi fundada em 2009 e hoje está presente em mais de 70 países. No ano de 2016 a empresa teve um prejuízo de quase três bilhões de dólares ao final de seu exercício fiscal<sup>118</sup>. No mesmo ano, ela teve uma rodada de captação de investimento aos quais foram captados mais de quatro bilhões de dólares. Mesmo sendo uma das Startups que mais alçou valor no mundo, após sete anos de existência a empresa continua financiada por investidores não atingindo o seu *breakeven point*.

Isso demonstra como o modelo de negócios realizados pelas Startups é dinâmico e flexível, dado que ao tempo que há um risco maior devido a sua plataforma de negócios, conseguem também auferir grande valor de mercado devido a disruptividade na área de atuação e o interesse do investidor em querer o produto final.

Logo, é intrínseco que a empresa somente conseguirá gerar receita a partir do momento em que lançar o seu produto ou serviço no mercado. No caso das Startups,

---

<sup>116</sup> Idem.

<sup>117</sup> Capital de risco, capital empreendedor, capital de investimento ou capital de ventura, é uma modalidade de investimentos alternativos utilizada para apoiar negócios por meio da compra de uma participação acionária, geralmente minoritária, com objetivo de ter as ações valorizadas para posterior saída da operação.

<sup>118</sup> BLOOMBERG. Informações disponível em <[www.bloomberg.com/news/articles/2017-04-14/embattled-uber-reports-strong-sales-growth-as-losses-continue](http://www.bloomberg.com/news/articles/2017-04-14/embattled-uber-reports-strong-sales-growth-as-losses-continue)>.

soma-se o momento em que esta conseguirá conquistar parte do mercado. É muito importante considerar que nas iniciativas muito inovadoras, tal conquista e expansão de mercado pode não ser célere ou uma realidade de longo prazo<sup>119</sup>.

Por isso, a necessidade de se financiar as Startups é uma realidade do seu funcionamento e sobrevivência no mercado. De tal maneira que necessária a análise das duas principais formas de financiamento empresarial, sob a ótica da doutrina económica clássica: dívida vs. Participação (*Debt versus equity*), que compõe a estrutura de capital de uma firma.

A primeira, a estrutura de capital em *debt* a empresa é financiada por títulos que podem ser cobrados por um credor. Na segunda, *equity*, os recursos são aportados em troca de participação na empresa, por meio da emissão e distribuição de ações ou quotas<sup>120</sup>.

Em uma análise deste modelo clássico por Modigliani e Miller<sup>121</sup> os autores atribuem ao fluxo de caixa a possibilidade de restituição financeira a um investidor. De tal forma que enquanto no *debt* o credor lucra com os juros no momento do recebimento futuro de seu empréstimo no *equity* garante o recebimento futuro de dividendos caso estes venham a ocorrer.

Para as Startups o modo de investimento em instrumentos de dívida ou participação define uma estratégia importante que pode levar ao sucesso ou fracasso a depender das escolhas realizadas pelo empreendedor.

Sobre esta tomada de decisão merece destaque o trabalho de Myers<sup>122</sup> que define duas formas para tal: *static trade-off* e *pecking order theory*. A primeira estabelece que há uma proporção ideal para que a empresa se estabeleça como meta e possa se estruturar o seu capital. Já na segunda, não se considera uma proporção ideal, mas, os custos de cada uma das origens de capital.

Para Feigelson Nybo e Fonseca<sup>123</sup> os estudos acima deliberam uma questão importante: a criação de uma *ordem hierárquica de preferência*. Logo, em linhas gerais,

---

<sup>119</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 69.

<sup>120</sup> LAPORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and Finance. *The Journal of Political Economy*, Chicago, v.106, Issue 06 (Dec.), 1998, p. 1113-1155.

<sup>121</sup> MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. **The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment**. *The American Economic Review*, v. 48, n. 3 (Jun), 1958, p. 261-297.

<sup>122</sup> MYERS, Stewart C. **The Capital Structure Puzzle**. *The Journal of Finance*, v. XXXIX, n. 3, July, 1984, p.575-592.

<sup>123</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 70.

uma Startup deve primeiro se financiar internamente, depois optar por *debt* e, por último, por *equity*.

Tal premissa pode gerar dúvidas<sup>124</sup> sobre a aplicabilidade da pecking order theory em Startups, pois há alguns valores agregados de determinados investimentos que poderia influenciar para diminuir custos, como por exemplo, um investimento via *equity* que tenha como objetivo o capital intelectual do investidor além do dinheiro, tornando-o mais valioso do que um simples empréstimo (*debt*).

Mesmo havendo peculiaridades que possam trazer análises distintas para a estruturação do capital, seguimos a linha de raciocínio dos autores acima de que é possível respeitar essa hierarquia de capital, até porque, as Startups levam em consideração um período de maturação e desenvolvimento, sendo que a geração de dividendos é muito mais plausível em um momento posterior de seu estágio de desenvolvimento.

Há também estudos<sup>125</sup> que colocam os produtos como fonte de tomada de decisão, dentro do modelo de *equity*, sendo que aquelas Startups cujo produto em si é capaz de gerar grandes volumes de lucro para definir distribuição de dividendos e ainda gerar poder de reinvestimento na própria empresa, testando e gerando novos produtos. Estes produtos em si, chamados de cash cows<sup>126</sup> são capazes de gerar um bom retorno de dividendos aos investidores.

Contudo, como as Startups em geral, por serem inovadoras e disruptivas em seus produtos/serviços, são uma incógnita quando o assunto são os rumos que os investimentos serão tomados, não sendo recorrente esta aplicação, ainda que deva ser considerada a depender do caso.

Outro aspecto importante<sup>127</sup> a ser considerado na estrutura de capital na modalidade de *equity* é o poder atribuído aos investidores, como vantagem que este

---

<sup>124</sup> PAUL, Stuart; WHITTAM, Geoff; WYPER, Janette. **The Pecking Order Hypothesis: Does it apply to Start-up Firms?** Journal of Small Business and Enterprise Development, v.14, Issue 1, p. 8-21.

<sup>125</sup> Como por exemplo a Boston Consulting Group, que deu origem a famosa matriz BCG, cuja principal atribuição é verificar os produtos das empresas em relação ao seu crescimento x market share e seu objetivo é suportar a análise de portfólio de produtos ou de unidades de negócio baseado no conceito de ciclo de vida do produto. Esta matriz é uma das formas mais usuais de representação do posicionamento de produtos ou unidades estratégicas de negócio da empresa em relação a variáveis externas e internas.

<sup>126</sup> A matriz BCG chama de produtos “vaca leiteira – devido a abundância da fonte” aqueles que geram grandes volumes de lucro e que em si, sustentam a operação das empresas para o reinvestimento e a distribuição de dividendos. Como, por exemplo, uma empresa que tem como produto principal o telemóvel (que sustenta grande parte da operação) e alguns produtos derivados que compõe as vendas da empresa, porém em menor escala e não trazendo muitas vezes o lucro esperado aos investidores.

<sup>127</sup> HART, Oliver. **Firms, Contracts, and Financial Structure**. Londres: Oxford University Press, 1995.

tipo de capital possui, gerando uma maior confiança na aquisição do investimento. Enquanto no *debt* há um direito creditório, no *equity* o investidor se torna “dono” do negócio, possibilitando participações que asseguram direitos de votos e gestão da Startup.

Desta linha de raciocínio temos o chamado *smart money*, ou o conhecimento agregado que o investidor pode trazer para uma Startup ao investir nela. Para Sorensen<sup>128</sup> tais formas de valor podem ser auxiliando no monitoramento e gestão da empresa; o acesso a rede de contatos maior, ampliando o leque de fornecedores, clientes e etc.; o valor de mercado a depender de sua reputação nele.

Gompers e Lerner<sup>129</sup> atribuem ao equity um papel importante no financiamento de indústrias de tecnologia, sendo os fundos de *venture capital* os principais responsáveis para o fomento de Startups.

Daí que alguns autores como Goldfarb, Kirsh e Shen<sup>130</sup> considerarem o *debt* um mecanismo inferior ao *equity*, considerando o setor de tecnologia, dado a dificuldade de alavancar capital, principalmente de bancos, dado que a credibilidade de um negócio incerto faz com que a análise de risco de empréstimos dificulte o acesso ao capital, ou mesmo, determine altas taxas de juros, deixando o capital com maior custo. Por outro lado, é ainda um capital mais fácil do que o *equity*, dado que hoje em dia vários bancos estão se especializando em créditos para Startups<sup>131</sup>.

Contudo, ainda que se discorra amplamente sobre as vantagens e desvantagens de cada uma das estruturas de capital, o grande problema no financiamento das Startups é justamente a incapacidade de garantir ou ao menos estimar um retorno para o investidor. Tanto no modelo *debt* quanto no *equity* os investidores esperam de alguma forma o retorno do seu capital. O risco é muito alto, como vimos no capítulo anterior, cerca de 33% das Startups “morrem” antes mesmo de chegar ao seu primeiro ano de vida.

A difícil tarefa de *fundraising* pode ser explicada pela teoria dos custos de transação que abordamos no primeiro capítulo deste estudo. Desta forma, diferentes

---

<sup>128</sup> SORENSEN, Michael. **How Smart is Smart Money? A two-sided Matching Modelo of Venture Capital**. The Journal of Finance, v. LXII, n.6, 2007, p.2725-2762.

<sup>129</sup> GOMPERS, Paul A.; LERNER, Josh. **The venture capital cycle**. Cambridge: MIT Press, 1999.

<sup>130</sup> GOLDFARB, Brent.; KIRSCH, David.; SHEN, April. **Finance of New Industries**. In: CUMMING, Douglas (org.). The Oxford Handbook of Entrepreneurial Financing. New York: Oxford University Press, 2012, p. 10-44.

<sup>131</sup> Informação disponível em <[www.bloomberg.com/news/articles/2016-12-19/u-s-startups-are-piling-on-debt](http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-12-19/u-s-startups-are-piling-on-debt)>. Acesso em 01 de junho de 2019.

tipos e portes de transações demandam uma atuação mais complexa dos envolvidos em uma Startup, o que pode fazer com que os custos de transação se elevem ou diminuam, influenciando e sendo influenciados diretamente de acordo com a governação adotada<sup>132</sup>.

As Startups por serem inovadoras e em estágio de desenvolvimento empresarial tendem a oferecer um grau organizacional e comportamental melhor<sup>133</sup>, mas, causam maior impacto sob análise dos custos de transação dado o maior grau de incerteza do que se comparado com empresas de porte médio e grande.<sup>134</sup> Ainda é possível verificar que há maior vulnerabilidade das Startups ao oportunismo e ao alto risco de crise para continuarem a sua jornada<sup>135</sup>.

Como consequências dessas dificuldades de acesso ao capital temos que o empreendedor vai a busca de capital entre familiares e amigos, o que no meio Startup se configura o investimento FFF's (Family, Friends and Fools – Família, amigos e tolos) e a maximização do *bootstrapping*, conforme vimos no capítulo anterior.

Logo, pode-se dividir o financiamento em Startups em dois grandes grupos: o capital interno, autossuficiente, e que maximiza habilidades intelectuais ou o uso de capital próprio dos sócios para minimizar os custos iniciais e o capital externo, sempre necessário para o desenvolvimento desses negócios (operacionalizado, por exemplo, por meio de investimentos-anjo, fundos de venture capital, em alguns casos fundos de *private equity*, dentre outros)<sup>136</sup>.

Dadas tais considerações, questiona-se: qual a necessidade de analisar as questões jurídicas do processo de financiamento de Startups? Para esta resposta, Armour<sup>137</sup> cita que as relações de investimento em Startups são essencialmente contratuais. A necessidade do aplicador do Direito em conhecer tais estruturas se faz latente diante da velocidade com que estas novas relações se propagam. Daí que temos como segunda consequência um problema bastante recorrente: a atipicidade dos

---

<sup>132</sup> WILLIAMSON, Oliver E. **Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations**. Chicago, v.22, n.2 (Oct.), 1979, p. 233-261.

<sup>133</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 75.

<sup>134</sup> NOOTEBOOM, Bart. **Firm Size Effects on Transaction Costs**. *Small Business Economics*, v.5, 1993, p.283-295.

<sup>135</sup> idem

<sup>136</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 76.

<sup>137</sup> ARMOUR, John. **Innovation and Finance**. In: McCAHERY, Joseph A.; RENNEBOOG, Luc (orgs.). *Venture Capital Contracting and the Valuation of High Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003.

contratos aos quais essas empresas as vezes se socorrem, dado que novas formas de investimento nascem a cada inovação causada pelo setor de tecnologia.

A relação do Direito com os processos de investimentos em Startups torna-se cada vez mais presente e necessário no campo prático das Startups. Os custos destas empresas com jurídico que outrora eram descartados devido a ânsia pela diminuição dos custos que uma Startup sempre está a buscar, transformou-se em um requisito essencial para a sua sobrevivência, dando origem a uma forma dinâmica de operacionalizar tais relações jurídicas.

### 3.2 O financiamento com Capital próprio: o *bootstrapping* como mecanismo de fomento inicial

Como vimos acima, é comum ao empreendedor adotar no início de seu trajeto em uma Startup a operação com o seu próprio capital. A fase das ideias, da criação, dos testes, tudo isso muitas vezes é colocado a prova com o investimento inicial próprio.

É bem verdade que hoje em dia, o chamado ecossistema Startup está muito mais desenvolvido do que anos atrás, podendo inclusive algumas ideias receberem aporte imediato de incubadoras e investidores-anjo que estão atentos a este mercado e buscam uma grande oportunidade.

Em que pese toda essa euforia do mercado, a realidade ainda é distinta e investimentos vultosos dificilmente ocorrem quando o empreendedor ainda não colocou a prova a sua ideia inovadora. Necessário, portanto, de um ponto inicial que vem do âmago interior do empreendedor e desta premissa cumpre-nos uma análise mais detalhada do *bootstrapping*.

Já estudamos que o *bootstrapping* está intimamente ligado ao modelo de consolidação de uma Startup. Além de característica dessas instituições, ele é o cerne que o empreendedor utiliza para, em um primeiro momento reduzir os custos e maximizar o potencial dos empreendedores.

O *bootstrapping* pode ser uma interessante alternativa até a efetiva validação da hipótese ou pode ser um método contínuo de operação em uma Startup<sup>138</sup>. Muitos empreendedores muitas vezes continuam desenvolvendo o negócio apenas com

---

<sup>138</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 78.

recursos próprios, aproveitando e reinvestindo a receita obtida com os primeiros clientes. Contudo, há de se ponderar que tal premissa proporciona um crescimento mais lento, vindo a confrontar com as estratégias de expansão, muitas vezes agressivas, que as Startups possuem em seu cerne.

Para Van Auken<sup>139</sup> o mecanismo do *bootstrapping* pode ser uma alternativa para empresas de pequeno porte e com menor acesso a investimentos externos. Para o autor, a forma de utilização do *bootstrapping* é muito simples e não requer muito de um *business plan* para sua implementação, dado ao seu caráter previsível e transitório<sup>140</sup>.

Ademais, destaca-se também a questão da inovação como fonte de receitas e do sucesso nas Startups. Nesta seara, o contingenciamento da informação para que a mesma não seja vazada e, até mesmo a dificuldade muitas vezes de se explicar a terceiros uma ideia, colocam o *bootstrapping* como um meio inicial de financiamento ideal para empreendedores<sup>141</sup>.

O risco é outro fato que impulsiona o *bootstrapping*<sup>142</sup>. Ao colocar os próprios recursos no negócio, o empreendedor é responsável por se incentivar, levando-o a uma “imersão maior no negócio, prestando mais atenção a possíveis erros”<sup>143</sup>.

Daí que as implicações jurídicas da utilização de técnicas do *bootstrapping* por parte dos empreendedores não decorrem diretamente deste método, mas, do risco que o negócio inovador propõe. O elevado envolvimento pessoal e financeiro dos próprios empreendedores faz com que estes empresários de uma Startups necessitem de instrumentos jurídicos capazes de minimizar os riscos de perda que seu negócio proporciona<sup>144</sup>.

Assim, acordos parassociais, Memorandos de investimentos de pré-constituição, contratos de *vesting*, acordos de confidencialidade e não concorrência são elementos essenciais para que os empreendedores de um negócio Startup devem se precaver,

---

<sup>139</sup> VAN AUKEN, Howard. **Differences in the Usage of Bootstrap Financing among Technology-Based versus Nontechnology-Based Firms.** Journal of Small Business Management. Whashington, n. 43 (1), 2005, p.93-103.

<sup>140</sup> Idem

<sup>141</sup> WINBORG, Joakim; LANDSTRÖM, Hans. **Financial bootstrapping in small businesses: Examining small business managers' resource acquisition behaviors.** Journal of Business Venturing, New York, v. 16. 2000, p.235-257.

<sup>142</sup> VAN AUKEN, Howard. **Differences in the Usage of Bootstrap Financing among Technology-Based versus Nontechnology-Based Firms.** Journal of Small Business Management. Whashington, n. 43 (1), 2005, p.93-103.

<sup>143</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. **Direito das Startups.** São Paulo: Saraiva, 2018, p. 79.

<sup>144</sup> JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups.** Curitiba: Juruá – 2016. p.115.

inclusive considerando a hipótese de contribuições intelectuais e desistência de alguns colaboradores do projeto e da futura entrada de investidores na sociedade.

Portanto, as peculiaridades jurídicas que envolvem o *bootstrapping* exigem a mitigação dos riscos entre os próprios criadores das Startups. Compreender esse sistema inicial de alavancagem empresarial é necessário para que se perceba que o negócio é de altíssimo risco e, quanto maior o nível de proteção jurídica, que blinda o empreendedor, menor será a sua perda inicial, tornando maior a possibilidade de êxito no futuro<sup>145</sup>.

### 3.3 Tipos de financiamento externo

Tão quanto fundamental quanto ao investimento inicial próprio, contudo, muito mais essencial ao negócio Startup, temos o financiamento externo sob escopo de análise. Importante ressaltar que muitas vezes o processo de captação de capital de terceiros em Startups não obedece aos padrões tradicionais de obtenção de capital, dado o grau de incerteza e assimetria de informações que uma inovação tende a causar.

Considerando que a criação de Startups inovadoras e seus investimentos são tipicamente cíclicos<sup>146</sup>, criando os chamados ciclos *hot times*<sup>147</sup> tendem a apresentar um maior índice de falhas, mas quando bem-sucedidas, trazem maior valor agregado<sup>148</sup>. Tal premissa tem relações diretas com os investidores de mercado: os *hot times* fazem com que os investidores realizem aportes maiores de capitais em negócios mais arriscados.

Para o auxílio dos empreendedores para a captação de recursos externos existem dois tipos de organizações que possuem o intuito de viabilizar um empreendimento Startup: as incubadoras e as aceleradoras. Espaços de *coworking*<sup>149</sup> cuja função é dar melhor infraestrutura física e mentoria para o desenvolvimento de negócios, como facilidade de *networking* e, algumas vezes, até suporte financeiro.

---

<sup>145</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. Direito das Startups. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 81.

<sup>146</sup> GOMPERS, Paul A.; KOVNER, Anna; LERNER, Josh; SCHARFSTEIN, David. **Venture capital investment cycles: The impact of public markets**. Journal of Financial Economics, v. 87, 2008, p.1-23.

<sup>147</sup> Expressão que no jargão startups designa períodos em que há uma explosão no surgimento de novas empresas tecnológicas, os famosos “*booms*” no mercado. A exemplo temos a geração dos computadores (IBM/Microsoft), a internet (Netscape/Google), os smartphones (Apple/Samsung), o compartilhamento de serviços (Uber/Airbnb) e etc.

<sup>148</sup> NANDA, Ramana; RHODES-KROPF, Matthew. **Investment cycles and startup innovation**. Journal of Financial Economics, n. 110, 2013, p. 403-418.

<sup>149</sup> Coworking, ou co-working, ou cotrabalho, é um modelo de trabalho que se baseia no compartilhamento de espaço e recursos de escritório, reunindo pessoas que trabalham não necessariamente para a mesma empresa ou na mesma área de atuação, podendo inclusive reunir entre os seus usuários os profissionais liberais, empreendedores e usuários independentes. Definir coworking.

As incubadoras geralmente são custeadas com dinheiro público ou por instituições de pesquisa e ensino, não possuindo, portanto, fins lucrativos. Elas costumam auxiliar as Startups em um momento mais inicial, porém sem oferecer investimento em dinheiro. Esse auxílio que as Startups recebem, normalmente não são gratuitos, requer um pagamento de taxas pelo empreendedor, contudo, sem que este precise ceder participação societária ou direitos para a incubadora. Normalmente este apoio é de um a três anos e a maioria dos projetos Startups que acessam esse tipo de auxílio se apoiam em algum tipo de política pública ou inovação em áreas públicas<sup>150</sup>

As aceleradoras, por sua vez costumam ser entidades privadas com fins lucrativos e que investem em startups com o objetivo final de obter retorno do investimento realizado com a alienação de participação societária cedida pelos empreendedores como contrapartida aos benefícios oferecidos, inclusive com aporte financeiro<sup>151</sup>. Em geral, as Startups que são selecionadas para participar de programas de aceleração, embora ainda se encontrem em fase inicial, já estão em um momento um pouco mais avançado que as Startups incubadas. Normalmente o período de aceleração pode levar até um ano.

Para o desenvolvimento de uma Startup imprescindível que haja investimento. Um fator importante a ser considerado é que os investimentos em Startups ocorrem nas chamadas rodadas de investimentos (*rounds*). Essa estratégia, segundo Gompers<sup>152</sup> faz parte de um contexto conhecido com *staging* de capital, típico das *venture capitals*, mas utilizado em larga escala nas Startups, fazendo com que os investidores possam monitorar o uso do capital investido nestas empresas e seu desempenho.

Alguns autores<sup>153</sup> consideram que os *rounds* não são meramente transferências de recursos, uma vez que envolvem mudanças estruturais nas Startups. Cada *round* é responsável por fazer com que investidores e organizações de fundos de investimentos injetem mais capital na empresa.

---

<sup>150</sup> MATOS, Felipe. **Incubadora ou Aceleradora? Saiba quais são as principais diferenças entre as duas e qual é a mais adequada para a sua empresa.** Pequenas Empresas e Grandes Negócios. 2013. Disponível em <<https://glo.bo/2K5zrJM>>. Acesso em 29/05/2019.

<sup>151</sup> Idem.

<sup>152</sup> GOMPERS, Paul A. **Optimal Investment, Monitoring, and Staging of Venture Capital.** The Journal of Finance, v. 50, n.5 (Dec.), 1995, p. 1461-1489.

<sup>153</sup> DAVILLA, Antonio; FOSTER, George; GUPTA, Mahendra. **The Impact of Rounds of Venture Capital Funding on the Growth Strategy of Startups.** Journal of Business Venturing, v.8, Issue 6 (Nov.), 2003, p.689-708.

### 3.3.1 FFF: Friends, Family and Fools

Comum os empreendedores de uma Startup iniciarem a sua operação captando recursos financeiros com membros da família, amigos ou eventuais pessoas desavisadas, que acabam por investir sem saber exatamente o que estão fazendo. Como já informado anteriormente, a sigla FFF atribuída a este grupo de investidores, significa *Friends* (amigos), *Family* (família) e *Fools* (tolos)<sup>154</sup>.

A dinâmica deste grupo de investidores, normalmente é caracterizado pela informalidade. A falta de instrumentos jurídicos de garantia que muitas vezes é realizada entre estes investidores e a Startup. É comum inclusive não se realizar qualquer tipo de contrato ou formalização no recebimento deste tipo de capital<sup>155</sup>.

Apesar de dotada informalidade, necessária a celebração de contratos formais os quais devem ocorrer o mais breve possível após a realização do investimento. Regras claras de aporte financeiro inviabiliza futuros questionamentos que podem recair sobre possíveis litígios e que, a depender da etapa da Startup, podem ser fatais para esta.

Ainda que estes investidores venham de uma seara intimista com os empreendedores, a oportunidade para vincular regras de governação desde este início é satisfatória. Formulando contratos adequados e que permitam que o empreendedor possa ter a liberdade necessária para alçar voos maiores e buscar novos investidores e formas de dirigir o seu negócio. Uma demonstração de regras sólidas e bem executadas nessa fase, pode ser a porta de entrada para mais capital no futuro, dado que mostrará a posição de solidez para os investidores e um grau de comprometimento grande com o negócio Startup.

### 3.3.2 Os investidores anjos

Os investidores anjos são pessoas que, ativa e recorrentemente, buscam Startups para investir. Estes, além de auxiliar Startups financeiramente, com recursos próprios, oferecem também suas experiências empresariais e suas redes de relacionamentos aos empreendedores para ajuda-los a alavancar o negócio, os

---

<sup>154</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 94.

<sup>155</sup> Idem.

apoiando e auxiliando em decisões estratégicas, porém sem envolvimento direto na gestão. Diferenciam-se, portanto, dos investidores tradicionais, os quais limitam-se a aportar recursos<sup>156</sup>.

Daí a utilização da terminologia “anjo”, utilizada pelo fato de não ser um investidor exclusivamente financeiro, mas, por servir de um mentor para o empreendedor. Desta forma, é comum que investidores-anjo invistam em setores em que possuem conhecimento e expertise<sup>157</sup>

De tal feita que resta claro a importância deste tipo de investidor para a Startup, haja vista que aporta ao negócio muito mais que dinheiro. É *smart money* em sua essência. Todo auxílio oferecido pelo investidor-anjo conta com experiências anteriores e contatos que foram apresentados, além de atrelar o seu nome à Startup, o que pode gerar grande valia para o empreendedor.

Sobre o investidor anjo, Cassio A. Spina<sup>158</sup> entende que se trata de um empresário ou executivo de carreira já consolidada, que acumulou recursos financeiros suficientes para -realizar investimentos de risco mais elevados e de baixa liquidez. Também possui certa disponibilidade de tempo para apoiar o empreendedor na fundação do negócio.

Como contrapartida, normalmente, o investidor anjo recebe uma participação societária na Startup, ou o direito a uma participação. O acordo realizado entre investidor e o empreendedor pode ser formalizado a qualquer tempo, a depender do estágio da Startup, obviamente.

### 3.3.3 Os fundos de investimento

Os fundos de investimento que tem por si o objetivo de investir em Startups são regulados pelo Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), propriamente nas normas que regem o Código de Valores Mobiliários (aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro, republicado pela Lei n.º 35/2018) e por diversos regulamentos, a citar alguns principais, o Regulamento da CMVM n.º 2/2015,

---

<sup>156</sup> SPINA, Cassio A. *Investidor Anjo: guia prático para empreendedores e investidores*. São Paulo: nVersos, 2012, p.19-20.

<sup>157</sup> FESTEL, Gunter; WUERMSEHER, Martin; CATTANEO, Giacomo. *Valuation of early stage high-tech start-up companies*. International Journal of Business, v. 18, n.3, 2013, p. 217-231.

<sup>158</sup> SPINA, Cassio A. *Investidor Anjo: guia prático para empreendedores e investidores*. São Paulo: nVersos, 2012, p.28.

Regulamento da CMVM n.º 2/2015, Regulamento da CMVM n.º 3/2015 entre outros que versam sobre o tema.

A própria CMVM define os fundos de investimento<sup>159</sup> como um instrumento financeiro que resulta da captação de capital junto de diversos investidores, constituindo o conjunto desses montantes um património autónomo, gerido por especialistas que aplicam numa variedade de ativos.

A definição acima se refere a todo tipo de fundo de investimento que a própria CMVM supervisiona e fiscaliza a existência e operações do mesmo. Em síntese podemos elencar como característica deste tipo de investimento que eles permitem uma maior diversificação do património do investidor particular; permitem reduzir os custos de transação face ao que um investidor particular teria se investisse sozinho; estão sujeitos a um regime fiscal muitas vezes mais favorável e permitem o acesso de pequenos investidores a mercados, que à partida lhe estariam inacessíveis, atendendo ao montante do capital exigido<sup>160</sup>.

Dentre as modalidades que interessam às Startups temos o *private equity (PE)* e o *venture capital (VE)*. Estas são as modalidades mais recorrentes de financiamento utilizadas no mercado geral<sup>161</sup>. Estes fundos consistem em investimentos em ações de empresas que não se encontram no mercado público de valores, independente de qual seja o modelo societário utilizado.

Em outras palavras os valores mobiliários (mais especificamente ações, outros títulos de dívidas conversíveis ou não, e títulos representativos de participação societária) de empresas de capital fechado são negociados com investidores, por meio de um administrador/gestor. Estes são caracterizados por baixa liquidez, retorno de longo prazo e assimetria informacional – fatores que aumentam o risco envolvido na operação, mas também potencializam o retorno recebido pelos investidores<sup>162</sup>.

Em termos operacionais, os fundos de PE/VC recebem recursos de investidores, injetam capital nas Startups que, por sua vez, garantem ao fundo participação societária

---

<sup>159</sup> PORTUGAL.CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários de Portugal - Disponível em : <<https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Brochuras/Documents/Fundos%20de%20Investimento.pdf>>. Acesso em 01/06/2019.

<sup>160</sup> Idem.

<sup>161</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. *Direito das Startups*. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 98.

<sup>162</sup> Idem.

ou títulos. Os retornos que estes fundos obtêm são repassados ao investidor de acordo com a operação de investimento realizada (retorno)<sup>163</sup>.

Se considerarmos a lógica e o potencial destes fundos, temos que o *Venture Capital*, também conhecidos por fundos de capital de risco, direcionam seus investimentos a Startups que embora estejam em estado inicial, já estão atuando no mercado e gerando receitas, ou seja, em uma fase intermediária. Já os fundos de *Private Equity*, direcionam seus recursos para Startups em fase de maturação mais adiantada aos quais estão buscando aporte para expandirem e se consolidarem no mercado<sup>164</sup>.

Como já vimos exageradamente, o risco envolvido em um investimento em Startup é muito alto. Isto gerou a necessidade da presença de um gestor/administrador que saiba administrar os recursos que foram confiados na operação de investimento, de forma que este gestor desempenhe um papel fundamental na conexão da empresa investida com os demais atores do mercado<sup>165</sup>. A lógica da entrada do gestor/administrador se realiza na necessidade de fiscalização do negócio, em uma tentativa de diminuir os riscos. Contudo, tal medida cria-se mais um custo: O custo de agência.

O empreendedor conhece o seu negócio. Porém, o investidor não tem o nível de informações e precisa o ter para confiar o seu investimento. O custo de agência nesse caso consiste na somatória dos gastos de monitoramento incorridos por um principal em virtude da delegação de uma tarefa a um agente<sup>166</sup>. Portanto, a relação de investidores e administradores de uma Startup, assim estruturada para receber tal aporte, são relações puras de agência<sup>167</sup>.

Juridicamente, a estruturação dos veículos de investimento é feita com o intuito de agradar os interesses dos investidores, dos gestores e dos empreendedores, que interagem entre si por meio das chamadas relações de agência. Tais estruturas são estabelecidas em avenças contratuais, visando o interesse dos envolvidos<sup>168</sup>.

---

<sup>163</sup> CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Sofia A. *Venture capital and private equity contracting: An international perspective*. Burlington: Elsevier, 2009.

<sup>164</sup> REIS, Edgard V. A. *Startups – Análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil*. São Paulo: Almedina, 2018, p. 29-30.

<sup>165</sup> CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Sofia A. *Venture capital and private equity contracting: An international perspective*. Burlington: Elsevier, 2009.

<sup>166</sup> JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, n.3, 1976, p. 305-360.

<sup>167</sup> Idem.

<sup>168</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. *Direito das Startups*. São Paulo: Saraiva, 2018, p. 105.

Em geral, respeitadas algumas diferenças que permeiam os VC/PE, temos que os Fundos de Investimento se estruturam para as startups da seguinte forma: a relação de empresas investidas e investidores – são as duas pontas do processo de investimento. Esta relação é operacionalizada pelos fundos de investimento cuja organização está atrelado a uma gestão de confiança dos investidores que conectam o capital do investidor ao empreendedor.

Importante pontuar que os modelos societários que nos guarnecem não são os melhores para atender a flexibilidade que demanda o empreendimento empresarial exige ao mesmo tempo para que deve acomodar os interesses de todos os players desta relação de investimentos em PE/VC<sup>169</sup>. Enquanto as Sociedades Anónimas possuem um alto custo de manutenção e estruturação, os demais tipos (limitadas e em nome colectivo) são pouco flexíveis e, na prática, apresentam instrumentos de capitalização muito escassos e riscos de responsabilização dos sócios.

À título de comparação, nos Estados Unidos e no Reino Unido, países que se baseiam no *Common Law*, a estrutura jurídica adotada é que se determina como *Limited Partnerships*, instituída nos EUA pela Uniform Limited Partnership Act (ULPA) de 1916.

A *Limited Partnership* é um dos veículos mais comuns em *Private Equity* e/ou *Venture Capital* nos EUA e no Reino Unido. Outros países, como Canadá e Chile e alguns paraísos fiscais (Ilhas Cayman e Panamá, por exemplo) já incluíram em seus sistemas jurídicos a provisão deste tipo de estrutura. Porém, não está prevista na maioria dos sistemas de Civil Law<sup>170</sup>. Uma de suas maiores vantagens é a flexibilidade fiscal, uma vez que os ganhos são tributados apenas no momento do resgate das quotas e cada investidor paga a alíquota à qual está sujeito.

De acordo com a estrutura de *Limited Partnership*, o gestor assume a figura de general partner e os investidores recebem a denominação de *Limited Partner*. Em troca de seu distanciamento do controle do *Private Equity* e/ou *Venture Capital*, o *Limited Partner* não assume nenhuma responsabilidade legal sobre passivos que venham a ultrapassar o montante do capital investido. No entanto, isso não o impede de participar

---

<sup>169</sup> Idem.

<sup>170</sup> Uma comparação deste tipo de estrutura pode ser realizada com as Sociedades em Comandita, contudo, apenas à título de comparação de sistemas parecidos, porém com peculiaridades distintas e, devido às limitações da lei, não costumam ser operacionalizadas em Portugal para PE/VC.

do comitê de administração da *Limited Partnership*. Já o *general partner* assume todas as responsabilidades legais advindas do gerenciamento dos investimentos.<sup>171</sup>

Portanto, temos que os fundos de investimentos são uma importante fonte de capitalização das Startups, em que pese as dificuldades de acesso a estes, sejam por consequências dos riscos envolvidos na operação Startup, ou mesmo pelas limitações impostas por lei, que aumentam os custos do capital, o *Private Equity* e o *Venture Capital* são os últimos estágios de aporte financeiro antes da OPA e, conseqüentemente, do estágio final de uma Startup que virará uma empresa consolidada no mercado e com operações na bolsa de valores.

#### 3.3.4 O Crowdfunding

Não tão complexo, mas, também não menos importante quando estamos tratando das Startups encontramos o *crowdfunding* de investimento. Trata-se de um método de financiamento coletivo, através de plataformas online, que permite que entidades ou projetos concretos sejam financiados por vários investidores, que contribuem com pequenas parcelas do investimento total necessário. O termo *crowdfunding* surge da conjugação das palavras "*crowd*" (comunidade) e "*funding*" (financiamento).

Normalmente, esta modalidade é de arrecadação e, em via de regra, há que ser estipulada uma meta de arrecadação que deve ser atingida para que o projeto seja viabilizado. Caso os recursos arrecadados sejam inferiores à meta, o projeto não é financiado e o montante arrecadado volta para os doadores<sup>172</sup>.

O regime jurídico do *crowdfunding* (RJFC) está estabelecido na Lei n.º 102/2015, de 24 de agosto, alterada pela Lei n.º 3/2018, de 9 de fevereiro<sup>173</sup>. Nos termos da lei, temos a definição de *crowdfunding* logo em seu artigo 2º<sup>174</sup>:

#### “Artigo 2.º

---

<sup>171</sup> AGENCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **A indústria de Private Equity e Venture Capital: 2º censo brasileiro**. Brasília, 2011.

<sup>172</sup> REIS, Edgard V. A. **Startups – Análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2018.

<sup>173</sup> PORTUGAL. Leis, decretos e etc. Disponível em: <[https://dre.pt/home/-/dre/70086389/details/maximized?p\\_auth=HJevB5IJ](https://dre.pt/home/-/dre/70086389/details/maximized?p_auth=HJevB5IJ)>. Acesso em 18/06/2019.

<sup>174</sup> Idem.

### *Financiamento colaborativo*

*O financiamento colaborativo é o tipo de financiamento de entidades, ou das suas atividades e projetos, através do seu registo em plataformas eletrónicas acessíveis através da Internet, a partir das quais procedem à angariação de parcelas de investimento provenientes de um ou vários investidores individuais.”*

Em seu artigo 3º a lei define quatro modalidades de financiamento colectivo baseada na internet: donativos; recompensa; de capital (*equity crowdfunding*); e empréstimo (*debt crowdfunding*)<sup>175</sup>. As duas primeiras são as menos usuais no ecossistema das Startups, pois, consistem em modalidade mais de ajuda do que investimento propriamente dito. As duas últimas são comumente utilizadas para financiar Startups<sup>176</sup>.

O *equity crowdfunding* consiste em aporte online em troca de participação societária na Startup pelo qual está se investindo. Já o *debt crowdfunding* o valor aportado é considerado um empréstimo e será devolvido após um determinado prazo com correção monetária e juros pré-estipulados.<sup>177</sup>

Para que os investidores possam decidir em que iniciativas investir, os beneficiários do financiamento têm de comunicar-lhes as seguintes informações (art. 14.º, n.º 1 do RJFC)<sup>178</sup>: A descrição da atividade ou produto a financiar; a finalidade do financiamento a angariar; o montante a angariar; o prazo da angariação; o preço dos valores de cada unidade a subscrever; e a contrapartida do financiamento.

Várias plataformas online<sup>179</sup> surgiram para viabilizar este tipo de investimento, cada qual focada no seu objeto de desejo e com as peculiaridades que cada tipo de *crowdfunding* pode se encaixar de acordo com o projeto que se visa concretizar.

---

<sup>175</sup> Idem.

<sup>176</sup> REIS, Edgard V. A. **Startups – Análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2018, p. 32-33.

<sup>177</sup> Idem.

<sup>178</sup> PORTUGAL. Leis, decretos e etc. Disponível em: <[https://dre.pt/home/-/dre/70086389/details/maximized?p\\_auth=HJevB5IJ](https://dre.pt/home/-/dre/70086389/details/maximized?p_auth=HJevB5IJ)>. Acesso em 18/06/2019.

<sup>179</sup> Como por exemplo: PPL (<https://ppl.pt/>) , Seedrs (<https://www.seedrs.com/>) e Raize (<https://www.raize.pt/>)

### 3.4 As estruturas de investimento em Startups

Como foi tratado no Segundo Capítulo deste trabalho as modalidades societárias que melhores se encaixam nas Startups de acordo com a legislação vigente, passamos a uma análise de algumas das espécies de estruturas jurídicas de investimentos.

Como o escopo deste trabalho é delinear alguns nortes jurídicos das Startups, vamos buscar abordar algumas das principais espécies contratuais, apontando sua melhor utilização, pontos de atenção e as fases das Startups em que melhores se encaixam.

Para tanto vamos analisar a aquisição de participação societária; o contrato de mútuo conversível em participação societária; opções de compra de participação societária; e o contrato de participação.

#### *3.4.1 Aquisição de participação societária nas sociedades em nome colectivo, limitadas e S.A.*

A realização de investimentos por meio de obtenção de participação societária de uma Startup é, provavelmente<sup>180</sup>, a primeira opção executada pelos empreendedores na hora de buscar investidores, dado que muitas Startups buscam pouco apoio jurídico na fase inicial e esta opção acaba por sendo a mais comum.

Nessa espécie de investimento, as Startups, já devem estar constituídas sob forma de sociedade empresária, ou, estará em vias de sua constituição. Para sua consumação deve haver a emissão de novas quotas ou ações (a depender do tipo societário escolhido) para que as quotas sejam subscritas e integralizadas pelo investidor<sup>181</sup>. Assim, o aporte financeiro é realizado na forma de aumento de capital social, e o investidor torna-se sócio da Startup.

Importante ressaltar que as obrigações de entrada, como bem define o ilustre professor António Pereira de Almeida<sup>182</sup>, há três tipos de entradas dos sócios: em espécie, em dinheiro e em trabalho. A primeira, menos importante no universo Startups, já que ativos imobilizados não são um negócio atrativo para o empreendedor. A

---

<sup>180</sup> REIS, Edgard V. A. **Startups – Análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2018, p. 86.

<sup>181</sup> Idem.

<sup>182</sup> ALMEIDA, António Pereira de. **Sociedades Comerciais, valores mobiliários, instrumentos financeiros e mercados**. VOL I. Coimbra: Coimbra Editora, 2013, p. 127.

segunda, pontua o autor que: “as entradas em dinheiro só podem ser diferidas em 50% - mas nunca menos do mínimo legal – nas sociedades por quotas e 70% nas sociedades anónimas<sup>183</sup>”. Na terceira e última, como já vimos, e por bem colocado pelo autor “as entradas em trabalho correspondem aos chamados sócios de indústria, que só são admitidos nas sociedades em nome colectivo<sup>184</sup>”.

Um ponto de grande atenção aos empreendedores, caso optem por este tipo de investimento, é que desde o momento do aporte de capital é altamente recomendável a elaboração de um acordo parassocial para reger as relações entre o empreendedor e os novos sócios. No acordo parassocial deve restar claro a destinação dos lucros, a disposição patrimonial de cada parte societária, normas de administração entre outras.

Outro ponto de atenção é a avaliação do *quantum* permitido de participação que o empreendedor da Startup estará colocando à disposição de terceiros, dado que nesta esfera o controle da empresa está em jogo. É necessário tomar o cuidado necessário, a partir do tipo societário escolhido (por exemplo, nas limitadas, por serem espécie menos burocráticas se comparadas com as sociedades anónimas, possivelmente um investimento direto no capital social da empresa poderá representar uma porcentagem expressiva do capital social, as vezes maior que a do sócio fundador/empreendedor. – A título de comparação, por lei, as sociedades anónimas tem a opção de emitir ações preferenciais ou não, o que pode garantir maior controle da sociedade)<sup>185</sup>.

Uma vantagem para o empreendedor nessa modalidade de investimento é para além da forma de capitalização da empresa, há também uma contrapartida quando a divisão dos riscos do negócio<sup>186</sup>. Uma vez sócio, o investidor passará a arcar com os prejuízos e deslindes da Startup.

O investimento por meio de aquisição de participação societária em uma Startup pode ser utilizado em qualquer uma de suas fases – seja a inicial ou de maturação. Entretanto o uso mais comum é no início quando a captação de recursos está nas fases iniciais com FFF’s e investidores anjos.

Podemos concluir, portanto, que para o empreendedor o recebimento de um investimento por participação no capital social de sua Startup pode ser interessante,

---

<sup>183</sup> Idem p. 128.

<sup>184</sup> Idem p. 133.

<sup>185</sup> REIS, Edgard V. A. **Startups – Análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2018, p. 87.

<sup>186</sup> Idem.

dado que há divisão dos riscos, contudo merece ser bem avaliado para que o controle da empresa não seja retirado das mãos do seu criador. Por outro lado, para o investidor, talvez não seja a melhor forma, dado que o risco é muito alto e há outras formas para a mitigação dos mesmos<sup>187</sup>.

#### 3.4.2 O contrato de mútuo conversível em participação societária

O contrato de mútuo conversível em participação societária como pode-se perceber tem a natureza jurídica híbrida<sup>188</sup>, formalizada pelo contrato de mútuo (coisa fungível) no qual há a possibilidade de o investidor optar por receber uma participação societária ou invés de receber o valor que fora investido.

A respeito deste conceito, a jurisprudência é uníssona sobre o assunto, vejamos:

*I - Mediante o contrato de mútuo, o mutuante proporciona ao mutuário a cessão temporária do uso de determinadas quantias ou bens; o mutuário, que recebe a coisa para retirar dela o aproveitamento, obriga-se a efectuar a restituição de quantia ou bem fungível em valor equivalente, do mesmo género e qualidade, ao que lhe foi entregue pelo mutuante. II - Falecendo esta componente do sinalagma, qual seja, a de que aquele que recebe uma determinada quantia assume a obrigação de a restituir àquele que a proporciona, sem remuneração de juros ou não, fica por provar o elemento nuclear e caracterizador do contrato de mútuo.*<sup>189</sup>

A inspiração deste tipo de instrumento vem das “convertible notes”<sup>190</sup> amplamente utilizadas nas Startups norte-americanas, as quais representam a “constituição de uma dívida da empresa investida para com o investidor a qual poderá ser convertida em participação societária previamente estabelecida mediante um evento de liquidez – normalmente o ingresso de um novo investidor ou transformação de espécie societária(...)”.<sup>191</sup>

---

<sup>187</sup> Idem.

<sup>188</sup> Idem, p. 97.

<sup>189</sup> Superior Tribunal de Justiça. **Processo: 330/06.8TVLSB.L1**. Relator: Gabriel Catarino. Julgado em 19/06/2012.

<sup>190</sup> JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá – 2016, p.121.

<sup>191</sup> Idem.

O contrato de mútuo conversível em participação societária deve ser celebrado entre a Startup e o investidor, com a assinatura dos sócios-fundadores como anuentes<sup>192</sup>. Quando na hipótese de não haver sociedade constituída, como é o caso das Startups que se iniciam com memorandos, eles devem ser celebrados diretamente com os empreendedores, devendo constar a obrigação de fazer a constituição em sociedade. Nele deverá estar previsto o valor do empréstimo, os juros e correções monetárias devidas e a previsão da conversão em participação societária.

A referida conversão é realizada por meio da emissão de novas quotas ou ações e deverão ser subscritas e integralizadas pelo investidor, seguindo o que for convencionado em contrato. Para a assunção da obrigação de converter o mútuo em participação societária pode ser convencionado os seguintes momentos: a data de vencimento do contrato; em caso de alteração do controle societário da Startup; a transformação do tipo societário da Startup; uma eventual OPA; e em caso de novo *round* de investimento.<sup>193</sup>

Entre os pontos de atenção deste tipo de operação podemos destacar que em regra, este tipo de investimento traz mais segurança ao investidor do que uma participação direta na Startup. É possível prever, por exemplo, os trilhos que a Startup está seguindo antes de tomar um risco maior junto ao empreendedor.

Muito importante atentar que nesse tipo contratual, o aporte financeiro do investidor, em momento futuro, será corrigido e acrescido de juros. Na opção de conversão, tomar-se-á por base este mesmo valor, refletido na avaliação de valor (*valuation*) da Startup no momento da conversão. Logo, se a Startup estiver próspera e bem avaliada, o valor em participação poderá ser menor do que o esperado no momento da celebração do contrato.<sup>194</sup>

Outro ponto que deve ser avaliado na forma contratual são os direitos e obrigações que serão dados ao investidor, sob o risco deste garantir algum tipo de influência na gestão da Startup. Ressalta-se que a tentativa de estabelecer direitos exclusivos de sócios a investidores pode levar a caracterização de uma sociedade irregular, sem personalidade jurídica e com consequências que podem ser catastróficas

---

<sup>192</sup> SANTANA, Leonardo. **Mútuo conversível em participação – uma alternativa econômica e eficaz de captação de recursos**. Curitiba: Juruá, 2017, p. 98.

<sup>193</sup> Idem, p. 98-99.

<sup>194</sup> JÚDICE, Lucas P. **Direito das Startups**. V.II, Curitiba: Juruá – 2017, p. 57-58.

para o empreendimento Startup, de tal forma que o melhor nesses casos é realizar o aporte direto na Startup em troca da participação efetiva.<sup>195</sup>

Sob esse aspecto, o Superior Tribunal de Justiça tem entendimento a respeito da conversão do mútuo em outra espécie *desde que tivesse sido possível apurar a vontade conjectural ou hipotética das partes*.<sup>196</sup>

Ademais, temos que da mesma forma que a participação societária, o contrato de mútuo conversível em participação societária pode ser aplicado a qualquer fase das Startups. Sempre é mais recomendável que seja realizado nas fases iniciais, sendo este tipo de investimento o mais comum entre os investidores-anjo<sup>197</sup>.

O contrato de mútuo conversível em participação societária, sob a ótica de um investimento tem suas boas vantagens: a primeira delas é fiscal, devido ao regime de ganho dos investimentos que poderão ser realizados a prazo e convertidos em quotas ou ações; a segunda é o potencial de valoração da empresa o que pode representar um bom investimento a longo prazo; a terceira é a mitigação de riscos dado que o investidor poderá tomar a decisão futura de pertencer ou não aquela Startup, não dividindo assim os riscos do negócio com o empreendedor.<sup>198</sup>

Para o empreendedor a grande vantagem é o custo deste aporte financeiro, que em regra, é mais barato que os juros de empréstimos bancários<sup>199</sup>, além de não requerer (se assim convencionado) garantias reais pela Startup ou os seus sócios.

### 3.4.3 Contratos de Opções de Compra de Participação e o Vesting

#### 3.4.3.1 Os contratos de opções de compra de participação

A opção de compra de participação societária é um contrato atípico em que uma pessoa (física ou jurídica) concede a outra o direito de, em um momento futuro, optar ou não por adquirir um bem, por valor prefixado e seguindo condições ou termo preestabelecidos<sup>200</sup>.

---

<sup>195</sup> REIS, Edgard V. A. **Startups – Análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2018, p. 95.

<sup>196</sup> Superior Tribunal de Justiça. **Processo 07A079**. Relator: Urbano Dias. Julgado em 13/02/2007.

<sup>197</sup> MARQUES, Rafael Y. **Notas conversíveis no equity crowdfunding: sociedade de fato e risco de responsabilidade pessoal do investidor**. Coleção Academia-Empresa 14. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p.89.

<sup>198</sup> SANTANA, Leonardo. **Mútuo conversível em participação – uma alternativa econômica e eficaz de captação de recursos**. Curitiba: Juruá, 2017, p. 94.

<sup>199</sup> Idem. 94-95.

<sup>200</sup> REIS, Edgard V. A. **Startups – Análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2018, p. 105.

De acordo com Tatiana Bonnati Peres<sup>201</sup>, a opção de compra e venda é o direito conferido pelo proprietário de um bem (o bem opcionado), chamado de outorgante, a uma outra pessoa, que se denomina beneficiário ou titular do direito de opção; consistindo tal direito na faculdade de concluir ou não, de forma unilateral e mediante simples manifestação de vontade, durante o prazo estabelecido, um contrato de compra e venda do bem opcionado (podendo tal contrato ser preliminar ou definitivo), conforme o conteúdo previamente definido.

Para efeito dos empreendimentos Startups, o investidor nessa modalidade aporta determinada quantia na sociedade investida e recebe em troca o direito de exercer uma opção de compra de certa participação societária<sup>202</sup>. Desta forma, no momento em que o investidor julgar adequado (de acordo com as convenções contratuais), ele exerce a sua opção, adquirindo a participação societária prevista no contrato por um valor simbólico previamente estabelecido<sup>203</sup>.

Considerando a captação de investimentos que uma Startup busca, temos que o valor de pago para adquirir a opção de compra é o verdadeiro investimento<sup>204</sup> que será realizado na Startup. Logo, o motivo de se falar em valor simbólico para quando for realizar de facto a aquisição societária.

A utilização desse tipo contratual tem como objetivo proteger o patrimônio do investidor de eventuais passivos das Startups, sem criar uma dívida para a mesma, já que se o investidor não realizar a opção de compra da sua participação nada será devido a ele pela Startup, diferentemente do que ocorre no mútuo conversível<sup>205</sup>.

No dorso contratual deve-se prever a data limite para o exercício ou não da opção de compra, certas condições nas quais o investidor poderá exercer antecipadamente o seu direito (como por exemplo, mudança societária, proposta de venda da Startup e etc.)<sup>206</sup>.

Da mesma forma como ocorre nos contratos de mútuo conversíveis em participação societária, não se pode confundir as obrigações e deveres do contrato com deveres exclusivos de sócios, sob pena de também configurar uma sociedade irregular.

---

<sup>201</sup> PERES, Tatiana B. **Opção de compra**. Curitiba: Juruá, 2011, p. 19.

<sup>202</sup> REIS, Edgard V. A. **Startups – Análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2018, p. 105

<sup>203</sup> JÚDICE, Lucas P. **Direito das Startups**. V.II, Curitiba: Juruá – 2017, p. 64.

<sup>204</sup> REIS, Edgard V. A. **Startups – Análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2018, p. 106.

<sup>205</sup> JÚDICE, Lucas P. **Direito das Startups**. v.II, Curitiba: Juruá, 2017, p. 64.

<sup>206</sup> JÚDICE, Lucas P.; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. v.I. Curitiba: Juruá, 2016, p.122-123.

Outro ponto de importante atenção fica a cargo de verificação fiscal por parte da operação, já que o ganho de capital nesse tipo de contrato pode ser grande, trazendo consequências com o fisco que podem ser desvantajosas no futuro.

Quanto sua utilização funcional, também tomaremos como base os contratos de mútuo explicados acima, dado que a fase da Startup para esse tipo de investimento deve ser no início ou na fase de maturação, antes de iniciarem os *rounds* com fundos de investimentos.

#### 3.4.3.2 O contrato de *vesting*

Convém neste ponto adentrarmos ao contrato de *vesting*. Conforme já explicado neste trabalho, o *vesting*, embora não resulte em um aporte financeiro direto nas Startups, não deixa de ser um investimento. Isto porque, por meio dele, o empreendimento Startup investe em qualidade técnica de sua equipe e manutenção de seus colaboradores mais relevantes, o que em certo ponto, a depender do caso, é muito relevante.

Sob ponto de vista jurídico podemos incluir o *vesting* como um negócio jurídico por meio do qual é oferecido a alguém o direito de adquirir, de forma progressiva e mediante o cumprimento de certas métricas pré-estabelecidas, uma determinada participação societária de uma Startup<sup>207</sup>.

A premissa válida aqui é que muitas vezes, por questões financeiras é muito difícil para as Startups reter seus talentos em termos de remuneração competitiva<sup>208</sup>. Para além, o *vesting* é uma maneira de estimular os colaboradores e prestadores de serviços que vem a possibilidade de tornar-se parte do negócio pelo qual estão se empenhando.

Há dois tipos de *vesting*: o tradicional e o invertido<sup>209</sup>. No primeiro é formalizado um contrato de opção de compra de participação societária em que é concedido ao beneficiário do *vesting* o direito de, cumprindo as condições pré-estabelecidas, poder optar pela aquisição de uma certa quantidade de quotas ou ações da Startup. No segundo caso, o beneficiário já no momento inicial torna-se sócio da Startup, adquirindo

---

<sup>207</sup> CHINAITE, Carlos E. S.; WUO, Fabio S. **Apontamentos sobre vesting no Brasil**. In: REZENDE, Luiza (org.). *Direito para empreendedores*. São Paulo: Evora, 2016. P. 29.

<sup>208</sup> REIS, Edgard V. A. **Startups – Análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2018, p.110.

<sup>209</sup> Idem.

quotas ou ações, realizando-se também um contrato de opção de compra de participação societária, contudo, ao invés do beneficiário do *vesting* ter a opção, quem detém tal direito são os demais sócios da Startup. Caso em que também deverão ser respeitadas as condições para que possa ocorrer a opção de compra ou não.<sup>210</sup>

Logo, aplicam-se as condições dos contratos de opção de compra de participação, porém, a questão do *vesting* torna-se muito mais complexa dado suas consequências na esfera fiscal e trabalhista, motivo que foge muito ao escopo do presente trabalho, portanto, não serão analisadas neste momento.

Outrossim, cumpre-nos uma análise sob o ponto de vista do direito das sociedades, até porque, como vimos no capítulo II deste trabalho, tão somente as sociedades em nome colectivo permitem o sócio de indústria. Logo, a reflexão que se impõe é que este tipo contratual, aplicado aos colaboradores de uma Startup, em sociedades limitadas e/ou por sociedades anónimas, violaria o código das sociedades comerciais?

Em síntese, penso que no caso do contrato de *vesting* invertido, o mesmo somente poderia ser aplicado as sociedades em nome colectivo, dado que estas permitem aos sócios as entradas com trabalho. No caso do *vesting* tradicional, penso que devida a sua natureza contratual, poderia ser aplicado nas sociedades limitadas e anónimas, contudo, ressalta-se o risco de estas serem declaradas irregulares, trazendo algum risco ao negócio dos empreendedores.

Ainda que pensemos tão somente na natureza jurídica contratual, há ainda que ressaltar que em caso de colaboradores (empregados) há a questão trabalhista que pode gerar consequências como um todo nesta relação de direitos e deveres que deve reger a Startup e o colaborador estratégico, dado que poderá ser confundido com remuneração e sob tal recair os encargos trabalhistas.

Enfim, há, portanto, uma série de formas de se realizar um investimento em Startups, a premissa de negócio continua sendo sempre o risco x retorno que investidores e empreendedores fazem a todo tempo. Na melhor forma de mitigação de riscos, passaremos a uma abordagem final sobre algumas cláusulas fundamentais que

---

<sup>210</sup> Idem.

devem constar nos instrumentos jurídicos firmados entre as Startups e seus investidores.

### 3.5 Instrumentos jurídicos: as principais cláusulas dos contratos de investimentos em Startups

Árdua a tarefa de definir as principais cláusulas de um negócio Startup. Como negócio, intrínseco dizer que cada qual deverá respeitar as suas peculiaridades, vindo as cláusulas contratuais abarcarem aquilo que as partes desejam. Contudo, dado o universo Startup com as suas peculiaridades, é possível traçar algumas cláusulas que visam a proteção do negócio entre o empreendedor e seu investidor.

É importante salientar que para um negócio desse porte, com características e riscos diferenciados de um negócio jurídico “normal”, há sempre muito o que se falar nas condições precedentes, cláusulas de limitação da indenização, cláusulas com obrigações de determinadas naturezas de ação (*convenant*) que obrigam os empreendedores a agirem conforme um estatuto especial entre outros códigos de conduta (*soft law*) e, por fim e muito importante, o acordo parassocial, que em si é um verdadeiro contrato entre sócios com diversos detalhes sobre a condução empresarial.

O intuito desta última parte do trabalho é demonstrar como a relação empreendedor – Startup – Investidor pode ser instrumentalizada com o intuito de mitigar riscos e, ao mesmo tempo, permitir a evolução do negócio. Serão abordadas, portanto, cláusulas específicas, essenciais que podem ser utilizadas nos contratos que analisamos neste trabalho. Não menos importante e válidos de se lembrar, não serão tratadas cláusulas gerais, tipicamente clássicas do direito contratual, tais como indemnização, rescisão, eleição de foro, entre outras, que pela natureza em si já fazem parte do escopo contratual das partes que se relacionam.

#### 3.5.1 Cláusula de não competição (*non-compete*), não solicitação (*non solicitation*) e confidencialidade.

As cláusulas de não competição, não solicitação e confidencialidade por suas características, em si podem até já ser consideradas cláusulas básicas de qualquer contrato de prestação de serviços, a depender do ramo.

A cláusula de não competição é muito utilizada para aqueles colaboradores/investidores (principalmente para os sócios de indústria) que são estratégicos para o empreendimento Startup. Muitas vezes, são pessoas que possuem conhecimento e know-how específico sobre determinada matéria e sua importância para o negócio é muito estratégica.

Essa cláusula tem como escopo evitar que este tipo de investidor saia da sociedade e venha a empreender em negócio próprio ou de terceiros causando concorrência para com o projeto Startup e seu empreendedor. A cláusula de não solicitação, por sua vez, visa evitar o aliciamento destes colaboradores e investidores que são estratégicos, por terceiros concorrentes.

Para a utilização destas cláusulas é fundamental definir claramente as atividades que são vedadas e os ramos de negócio, o período da limitação e a restrição geográfica.<sup>211</sup> Importante ressaltar que a falta destas previsões, bem como o seu alcance muito amplo e genérico podem invalidar este tipo de cláusula, posto que pode ser considerado abusivo.

Em muitos casos, é recomendado inclusive uma remuneração para o caso de não competição (*non compete fee*), posto que tal procedimento diminui os riscos de uma interpretação abusiva da cláusula. Uma penalidade em caso de descumprimento de tais cláusulas, em favor da Startup também se torna necessária para assim proteger o bem intelectual pretendido.

Em conjunto com tais cláusulas usualmente se faz um termo de confidencialidade e sigilo. Considerando que o setor de tecnologia, por sua característica disruptiva, muda com grande constância e tecnologias ao longo do tempo se tornam obsoletas em detrimento das novas maneiras de se atuar nesse mercado e seus novos produtos, o segredo industrial se torna elemento estratégico para as empresas do setor.

Penalidades pesadas podem ser aplicadas no caso de vazamento de informações, posto que elas podem simplesmente acabar com um negócio dado a esta característica disruptiva do mercado. É importante salientar aqui o dever de lealdade que muitos sócios devem para com a sua sociedade, nos termos da lei das sociedades

---

<sup>211</sup> REIS, Edgard V. A. *Startups – Análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil*. São Paulo: Almedina, 2018, p.122.

(lembrando que muitos investimentos são realizados sob tutela de compras de participação societária), portanto, deve-se evitar os atos contrários ao objeto social da sociedade.

A despeito do tema e devido ao objeto do presente trabalho, vejamos alguns exemplos destas cláusulas:

#### *CLÁUSULA DE NÃO COMPETIÇÃO E NÃO SOLICITAÇÃO*

*“Os Sócios declaram e garantem que não concorrerão com a Sociedade, sendo vedada a prestação de serviços individual, seja por contratação direta ou indireta, idênticos ou semelhantes ao objeto social da sociedade. Da mesma forma, não terão direito a participar direta ou indireta como Empreendedor Individual, Pessoa Jurídica, ou de alguma outra empresa concorrente da Sociedade. Comprometem-se ainda, pelo prazo de 5 (cinco) anos, após a saída do quadro societário da Sociedade, a não exercer atividade empresarial, no mesmo ramo de atividade”*

#### *CLÁUSULA DE CONFIDENCIALIDADE*

*“As Partes deverão tratá-las de maneira confidencial, tendo elas sido fornecidas pela SOCIEDADE antes ou depois da data deste documento, bem como qualquer outra informação que a SOCIEDADE ou quaisquer de seus representantes, assim como de seus procuradores, contadores, consultores financeiros, entre outras pessoas relacionadas a SOCIEDADE, forneçam ou façam ser fornecidos à Parte Receptora, ou aos seus diretores, conselheiros, empregados, consultores ou representantes, e quaisquer apontamentos, análises, compilações, estudos ou outros documentos, preparados pela SOCIEDADE e seus Representantes, que contenham ou que de alguma maneira refletem tais informações ou uso de tais informações coletivamente denominados ‘Informações Confidenciais’.”*

A cláusula acima, à título de exemplo é até muito simples dado muitas vezes o caráter sigiloso de uma Startup. A recomendação nesses casos é a elaboração de um Acordo de Confidencialidade, completo e com todos os aspectos da Sociedade e produto em questão.

### 3.5.2 *Lock-up Period e Standstill Period*

Estas cláusulas, conhecidas também como cláusulas de bloqueio ou de vedação a negociação (muito comum em acordos parassociais), visam dar garantias ao investidor de que os empreendedores do negócio vão se manter à frente do mesmo para que se obtenha o desenvolvimento esperado.

Muitos investidores entram em um negócio por conhecer a capacidade técnica do empreendedor ou de algum colaborador muito estratégico. Ao aportar o seu capital, ele precisa se assegurar que o seu investimento estará nas mesmas “boas mãos” que no momento do aporte se realizou.

É nesse contexto que são inseridas as cláusulas de *lock-up period* e *standstill period*. A primeira é utilizada para impedir os fundadores de alternarem as participações societárias que possuem na sociedade por terminado prazo ou até que certa métrica seja atingida (exemplo: faturamento).<sup>212</sup> Já a segunda, por sua vez, veda que os fundadores possam reduzir a sua participação societária até um limite, evitando assim, a troca de controle da sociedade, o que poderia acarretar em mudanças na estrutura da empresa.<sup>213</sup>

Um exemplo de cláusula de Lock-up período:

*“Os SÓCIOS obrigam se a não vender, ceder, onerar, transferir, outorgar participação sobre, conferir ao capital de outra sociedade, caucionar, ou, de qualquer outra forma, alienar, gravar, dar em usufruto ou, de qualquer forma, dispor de (“ALIENAR”, sendo seu ato ou efeito referido como ALIENAÇÃO”), quaisquer QUOTAS ou os direitos decorrentes de tais QUOTAS, sem a observância do disposto no acordo parassocial.”*

---

<sup>212</sup> GAUDENCIO, Samuel C.; MCNOUGHTON, Charles W. *Fusões e Aquisições: prática jurídica no M&A*. São Paulo: IOB, 2016, p.159-160.

<sup>213</sup> Idem.

### 3.5.3 *Tag Along e Drag Along*

O *Tag Along* e o *Drag Along* cláusulas muito utilizadas nos acordos parassociais, também previstas nos contratos de investimentos, de maneira a assegurar aos investidores e aos empreendedores os direitos delas advindos.

O *Tag Along* é uma forma de proteger o sócio minoritário, ou seja, na maioria dos casos das Startups, os investidores, de uma possível alienação de participação societária pelo controlador, no caso o empreendedor. O *Tag Along*, garante ao sócio minoritário o direito de alienar as suas quotas para o mesmo comprador da participação majoritária e com as mesmas garantias e condições do negócio. Assim, resta garantido ao investidor que não quiser continuar com o investimento em caso de modificação do controle societário.<sup>214</sup>

Já o *Drag Along*, é uma forma “reversa” do *Tag Along*, sendo o direito do empreendedor da Startup (entendendo assim, como sócio majoritário) em garantir a venda da sociedade para terceiros, obrigando aos sócios minoritários a venda da sua participação social, em conjunto, para terceiros. Esta cláusula é importante, dado que garante ao empreendedor o direito de vender em sua totalidade o seu negócio, dado que muitos compradores exigem o controle total do empreendimento Startup.

Além disso, como ensina Rodrigo Menezes e Marco Antônio Tavares<sup>215</sup>, em que pese o *Drag Along* seja historicamente um direito dos sócios majoritários, é comum fundos de investimentos, enquanto sócios minoritários, solicitarem essa cláusula à seu favor, conhecido como “*Drag Along inverso*”, buscando aumentar as possibilidades de alienar a participação societária que possuem na Startup, já que poderão encontrar compradores que desejam adquirir o negócio em sua totalidade.

Por fim, considerando que o *Drag Along* é uma obrigação de venda conjunta e o *Tag Along*, por sua vez, é um direito de venda conjunta, sempre é importante nestas cláusulas observar questões como preço mínimo, ou a sua forma de cálculo, para o exercício de direito por elas concedidos. Evitando-se assim, vendas exigíveis por valores abaixo do mercado e o prejuízo dos demais sócios que estão no negócio.

---

<sup>214</sup> ADAMEK, Marcelo V. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 100.

<sup>215</sup> TAVARES, Marco A.; MENEZES, Rodrigo. **Drag along em operações de venture capital**. Capital Aberto. Disponível em <<https://bit.ly/2K6s6td>>. Acesso em 25/06/2019.

Exemplos que podemos citar:

*TAG ALONG*

*“Os SÓCIOS poderão não exercer seu direito de preferência, mas exigir que a alienação englobe as quotas, direitos ou títulos de sua titularidade, nas mesmas condições de preço e pagamento ofertadas a outro sócio.”*

*DRAG ALONG*

*“O sócio ou sócios que sejam titulares de, no mínimo, 60% (sessenta por cento) das cotas, e que desejem Alienar a totalidade das mesmas a terceiros, terão o direito de exigir que quaisquer dos sócios alienem, em conjunto, a totalidade das cotas de que são titulares, nas mesmas condições, inclusive de preço por cotas.”*

#### 3.5.4 Cláusula de declarações e garantias (R&P – Representations and Warranties)

Esse tipo de cláusula tem como escopo fazer com as partes declarem a veracidade de questões essenciais para a manifestação de vontade em um contrato.<sup>216</sup> Por muitas vezes óbvia, tais declarações geram um conforto sobre as informações de ativos e passivos da empresa, demonstrando assimetria informacional entre as partes contratantes.<sup>217</sup>

Trata-se daquelas declarações de vontade das partes, de constituição de direitos e de dados da sociedade que em muitos casos não são de conhecimento público. As declarações causam efeito de *enforcement* contratual, uma vez que a sua inveracidade poderá gerar a nulidade do negócio jurídico realizado.

Para estes casos temos o seguinte exemplo:

*R&P*

---

<sup>216</sup> FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. *Direito das Startups*. São Paulo: Saraiva, 2018 p. 136.

<sup>217</sup> *Idem*.

*“A parte(A) declara e garante à Parte(B), solidariamente e não conjuntamente, que as seguintes representações são verdadeiras e completas na data do presente instrumento:*

**Autoridade:** *A Parte(A) tem total poder, autoridade e capacidade legal para executar e entregar os Documentos deste Acordo dos quais ela é parte e para executar as obrigações aqui presentes. Este Contrato constitui a obrigação válida e juridicamente vinculativa da Parte(A), aplicável de acordo com os termos deste Contrato. Após a execução e entrega pela Parte(A) de cada Documento deste Acordo, ao qual ela é parte, esse Contrato constituirá a obrigação válida e juridicamente vinculativa das partes nos termos do presente Acordo.*

**Propriedade das Ações:** *Cada Parte possui, de forma registrada e vantajosa, o número de Ações estabelecido nos termos deste instrumento, livre e isento de qualquer ônus ou restrição à transferência (além de qualquer restrição de acordo com a Lei de valores mobiliários do local). Nenhuma das Partes compõem nenhuma opção, garantia, direito de compra, direito de preferência, compra, venda ou outro contrato (que não seja este Contrato) que possa exigir que a outra parte venda, transfira ou de qualquer outra forma descarte quaisquer Ações. Nesta data, a Parte(a) transferiu devidamente à Parte(b) todas as Ações permitidas nos termos deste Acordo, livres e desembaraçadas de qualquer ônus, e essas ações constituem 100% do estoque emitido e em circulação da Companhia.*

**Sem conflitos:** *Nem a execução e entrega deste Contrato, nem a execução das transações, direta ou indiretamente, com ou sem aviso ou lapso de tempo: (a) violam qualquer Lei à qual o as Partes, ou qualquer uma das Ações de alguma das partes, estejam sujeito; (b) violar, entrar em conflito com, resultar em uma violação, constituir uma inadimplência, resultar na aceleração ou dar a qualquer Pessoa o direito de acelerar a*

*maturidade ou desempenho de, ou cancelar, encerrar, modificar, ou exercer qualquer remédio sob , qualquer contrato ao qual a Parte(A) seja parte, ou ao qual ele esteja vinculado ou, ao qual esteja sujeita qualquer ação dela, ou cuja execução seja garantida pela Parte(A); ou (c) resultar na imposição de qualquer Oneração sobre qualquer uma das Ações da Parte(A). As Partes não precisam notificar, fazer qualquer pedido ou obter qualquer Consentimento de qualquer Pessoa para realizar as transações necessárias a consecução do presente objeto.*

**Litígios:** *Não há Processo pendente ou, ao conhecimento das Partes, ameaçado*

#### 3.5.4 Efeito material adverso (MAC – Material Adverse Effect)

Muitas vezes temos que a manifestação de vontade das partes é um ponto fundamental de contratos, podendo ser considerada uma “*condição essencial para a própria existência desse tipo de instrumento*”<sup>218</sup>. Nesse sentido, a cláusula de efeito material adverso visa criar uma exceção a esta regra, caso ocorra alguma questão relevante que possa alterar a vontade de alguma das partes no curso da negociação (antes do fechamento do acordo).

Normalmente é uma cláusula prevista nos memorandos de pré-constituição (MdE) ou em fases que ainda se dependam de condições para fechar o acordo sobre a Startup. O efeito adverso, cria uma necessidade de manter as operações em conformidade com a prática atual que era exercida pelos empreendedores, evitando-se, assim, riscos não previstos pelo investidor no momento do seu aporte.

Importante salientar que somente é justificável a utilização dessa cláusula para abandono do negócio pretendido caso haja uma modificação substancial daquilo que foi auferido durante a análise do negócio (*due diligence*)<sup>219</sup>, portanto, não é um mero aborrecimento com alguma conduta do empreendedor ou qualquer outra situação que implique em desgaste entre as partes que tal cláusula possa ser executada.

---

<sup>218</sup> Idem.

<sup>219</sup> Idem.

Como exemplo a cláusula de MAC, citamos:

EFEITO MATERIAL DIVERSO

*“O presente Acordo tem o propósito exclusivo de delinear os termos que constarão nos Documentos Definitivos e não estabelece qualquer obrigação vinculante entre as Partes, podendo o Investidor não efetuar o investimento, a seu exclusivo critério. Caso o Investidor não concretize o Investimento, os Sócios Fundadores não terão o direito de alegar qualquer prejuízo, requerer perdas e danos e/ou lucros cessantes devido à perda de uma chance e/ou exigir a consumação da operação aqui tratada. Caso os Sócios Fundadores não concordem com termos dos Documentos Definitivos, os mesmos poderão não concretizar a operação e o Investidor não poderá alegar qualquer prejuízo, requerer perdas e danos e/ou lucros cessantes devido à não consumação da operação aqui tratada. Não obstante o disposto nesta cláusula, as Partes acordam que estão sujeitas ao cumprimento das cláusulas de “Confidencialidade”, de “Exclusividade” e de “Lei e Foro Aplicáveis”, as quais são plenamente vinculantes entre as Partes.*

## CONCLUSÃO

Como demonstrado ao longo do presente trabalho o tema das Startups e suas implicações no mundo jurídico é muito amplo e a abordagem de todos os elementos intrínsecos ao tema seria matéria para diversas teses. No que tange ao escopo do presente trabalho, buscou-se demonstrar de uma maneira geral o universo introdutório desse instituto empresarial que o século XXI criou: um novo modelo de negócio, ágil e disruptivo que visa acompanhar as mudanças do mundo digital.

Dos elementos analisados, percebemos que a dinâmica das empresas Startups varia muito de acordo com o sistema jurídico empregado. Por ter tido sua origem no *Common Law*, acredito que este sistema, por sua dinamicidade, favorece a criação e a evolução das empresas que buscam um acelerado crescimento. Muito, deste motivo se deve a origem contratual que se estabelece desde o início, com regras mais flexíveis, diferentemente da rigidez do sistema de *Civil Law*.

Este segundo sistema, por sua vez, traz mais segurança jurídica aos *players* de mercado, permitindo uma maior consolidação de investimentos dado as garantias que o sistema legal impõe a estas empresas. Ao passo que em muitos sistemas legais torna-se necessária a constituição societária das Startups desde sua criação, é fato que tal premissa traz demandas que geram custos aos empreendedores, dificultando assim a alavancagem inicial.

Sobre estes custos, o trabalho buscou abordar efetivamente os custos de transação que são gerados nas tratativas de acordos relacionados a estas empresas, dado que estes são, muitas vezes, um preço caro na conta de uma Startup. Para tanto, buscamos analisar a teoria do contrato incompleto, uma vez que este permite baixar os custos de transação deixando possíveis análises de risco para um futuro, permitindo aos empreendedores focar no produto/serviço inicial e o seu lançamento no mercado.

Sob esse aspecto, novamente concluímos que um sistema mais normatizado e com mais intervenções de entes estatais, traz mais custos e prejuízos aos empreendedores, tornando-se mais um dos motivos pelo qual os polos de Startups são mais desenvolvidos nos países anglo-saxões.

No segundo capítulo o trabalho buscou apresentar uma definição jurídica para as Startups. Uma abordagem económica, jurídica e social. Partindo de um conceito

económico, buscou-se analisar as características que normalmente se encontram nas Startups. Tais características são de grande importância, pois, são a base para premissas contratuais que são utilizadas para reger grande parte das relações das Startups e seus *stakeholders*. O grande exemplo é o *bootstrapping* como modelo de negócios que visa a maximização da utilização da mão de obra intelectual disponível ao menor custo possível, trazendo grandes consequências nas relações societárias, trabalhistas e fiscais das empresas Startups.

No intuito de analisar a natureza jurídica das Startups, buscamos algumas legislações que já trazem no seu bojo conceitual exemplos do que seria uma Startup. É bem verdade que há muito pouco sendo debatido nos ditamos jurídicos mundo afora, se considerarmos os impactos que estas empresas têm trazido no dia a dia das pessoas.

Nesse aspecto nos parece claro a natureza contratual e societária que podemos inferir as Startups. A primeira é claramente observada através dos Memorandos de Entendimento, documentos firmados entre os futuros sócios empreendedores que traçam diretrizes a respeito de um projeto que, se alavancado, tornar-se-á uma empresa.

A segunda é a própria origem societária com a formação jurídica de empresas que são dotadas de personalidade jurídica. Deste ponto destacamos três tipos societários: aquelas que são formadas por sociedades limitadas, aquelas por sociedades anónimas e aquelas que podem ser por sociedades em nome colectivo. Esta última, com pouca utilização, foi interessante a análise, dado que permite a entrada do sócio de indústria, podendo, assim, ser uma saída para em empreendedores que prefiram operacionalizar o capital intelectual através de ações, porém, devido as demais características, é um modelo de pouco uso pelas Startups.

As sociedades anónimas apresentam a vantagem de deixar a Startup preparada para o futuro, caso esta venha a se desenvolver, o passo final almejado por qualquer empresário é a Oferta Pública de Ações e a comercialização da empresa na bolsa de valores. Contudo, ao meu modo de ver as sociedades anónimas trazem consigo um grande custo de implantação o que muitas vezes pode ser fatal para o crescimento e consolidação para uma Startup.

As sociedades limitadas me parece ser o modelo mais adequado para a implantação de uma Startup. A flexibilidade, se assim pode ser entendido como um

fator, bem como o baixo custo operacional, tornam o modelo mais barato e eficaz para gerar benefícios necessários aos empreendedores. Ademais este modelo facilita a compra, venda e injeção de capital na Startup, com maior segurança jurídica para o investidor, sendo assim, um modelo bom, barato e eficaz.

Por fim, no último capítulo, o trabalho buscou elencar a relação das Startups com seus investidores, trazendo as implicações de cada modelo para com os contratos de investimentos que podem ser realizados entre estes players, de acordo com cada fase da Startup.

Procurou-se elencar quem são estes investidores e a forma como estes atuam no mercado. É bem certo que para cada fase da empresa há a importância do ciclo de investimentos. O trabalho busca demonstrar como cada etapa da Startup pode surgir um tipo de investimento diferente, acompanhando o seu progresso e evolução.

Para cada tipo de investimento também há uma instrumentalização adequada para sua concretização. Abordagem do trabalho, nesse sentido, não foi de tentar verificar se há ou não uma melhor forma de investir em uma Startup, mas, para cada situação de investimento, buscou demonstrar os riscos e benefícios de cada operação, permitindo que para cada modelo possa ser assegurado um mínimo de garantia ao investimento realizado, tanto para o investidor, quanto para o empreendedor.

Se não é possível garantir a melhor forma de investimento em uma Startup é, pois, possível inferir para tanto um mínimo de cláusulas que devem constar nestes contratos de investimento. Nesse sentido o trabalho buscou trazer as cláusulas mais comuns e ideais que devem constar nos Contratos de investimentos que são realizados no âmbito de uma Startup.

É possível ponderar que há muitos desafios ao mundo jurídico para acompanhar as rápidas mudanças geradas por esse ecossistema de interações que uma Startup proporciona. O próprio mundo do Direito vem sofrendo com estas interações tornando-se cada vez mais digital e célere.

É, portanto, uma necessidade para nós, operadores do Direito, readequar aos modelos ágeis, compactos e de constante evolução que as Startups trouxeram, para dar diretrizes e contornos as novas relações que o mercado digital proporciona a cada dia. Necessária uma constante avaliação da forma como os negócios estão sendo realizados conduzidos e, principalmente, se as normas aplicáveis a eles estão acompanhando a

evolução que o mundo digital necessita, para assim, cada vez mais conseguirmos encontrar novos caminhos para a nossa evolução enquanto sociedade moderna.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

### DOUTRINAS E ARTIGOS JURIDICO CIENTÍFICO

- ADAMEK, Marcelo V. **Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011.
- AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL. **A indústria de Private Equity e Venture Capital: 2º censo brasileiro**. Brasília, 2011.
- AGHION Philippe; BOLTON Patrick. **An incomplete contracts approach to financial contracting**. In: BOLTON, Patrick (Org.). *The economics of contracts*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2008.
- ALMEIDA, António Pereira de. **Sociedades Comerciais, valores mobiliários, instrumentos financeiros e mercados**. v.1, 7ªed, Coimbra: Coimbra Editora, 2013.
- AMARAL, Antônio Carlos Rodrigues do. **A Arbitragem no Brasil e no Âmbito do Comércio Internacional**. Disponível em: <[www.egov.ufsc.br/portal/sites/default/files/anexos/22402-22404-1-PB.pdf](http://www.egov.ufsc.br/portal/sites/default/files/anexos/22402-22404-1-PB.pdf)>. Acesso em 01/09/2018.
- ARAÚJO, Fernando. **Teoria econômica do contrato**. Coimbra: Almedina, 2007.
- ARMOUR, John. **Innovation and Finance**. In: McCAHERY, Joseph A.; RENNEBOOG, Luc (orgs.). *Venture Capital Contracting and the Valuation of High Technology Firms*. New York: Oxford University Press, 2003.
- BLACK, Lewis S., Jr. **Why Corporations Choose Delaware**. Disponível em <[https://corpfiles.delaware.gov/whycorporations\\_web.pdf](https://corpfiles.delaware.gov/whycorporations_web.pdf)>. Acesso em 01/09/2018.
- BLANK, Steven Gary; DORF, Bob. **The Startup Owner's Manual: The step-by-step guide dor building a great company**. Pescadero, California: K&S Ranch, 2012
- BELLANTUONO, Giuseppe. **Analisi econômica del diritto**. Trento: Uni-ser vice, 2005.
- \_\_\_\_\_. **Contratti incompleti e norme social**. *Rivista critica del diritto privato*, Napoli: Casa Editrice Dott. Eugenio Jovene S.R.L., n. 2-3, ano 19, jun./set., 2001.
- \_\_\_\_\_. **I Contratti incompleti nel diritto e nell'economia**. Padova: Cedam 2000

- CAMINHA, Uinie; LIMA, Juliana Cardoso. **Contrato Incompleto**: uma perspectiva entre direito e economia para contratos de longo termo. Revista de Direito GV. São Paulo, 2014.
- CASSAR, Gavin. **The Financing of Business Start-ups**. Journal of Business Venturing, n. 19, 2004.
- CHINAITE, Carlos E. S.; WUO, Fabio S. **Apontamentos sobre vesting no Brasil**. In: REZENDE, Luiza (org.). Direito para empreendedores. São Paulo: Evora, 2016.
- CLERICO Giuseppe. **Incompletezza del contratto e responsabilità delle parti**. Rivista critica del diritto privato. Napoli: Casa Editrice Dott. Eugenio Jovene S.R.L., n. 3, ano 23, set. 2005.
- COASE, Ronald Harry. **O problema do custo social**. In: SALAMA, Bruno (Org.). Direito e economia: textos escolhidos. São Paulo: Saraiva, 2010.
- CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Sofia A. **Venture capital and private equity contracting: An international perspective**. Burlington: Elsevier, 2009.
- DAVILLA, Antonio; FOSTER, George; GUPTA, Mahendra. **The Impact of Rounds of Venture Capital Funding on the Growth Strategy of Startups**. Journal of Business Venturing, v.8, Issue 6 (Nov.), 2003.
- DUENING, Tom N.; HISRICH, Robert A.; LECHTER, Michael A. **Technology Entrepreneurship: Taking innovation to the marketplace**. Oxford: Elsevier, 2015.
- FARIAS, Cristiano C. de; ROSENVALD, Nelson. **Curso de Direito Civil: Contratos – teoria geral e contratos em espécie**. 5ed. São Paulo: Atlas, 2014
- FEIGELSON, Bruno; NYBO, Eric F.; FONSECA, Victor C. **Direito das Startups**. São Paulo: Saraiva, 2018.
- FESTEL, Gunter; WUERMSEHER, Martin; CATTANEO, Giacomo. **Valuation of early stage high-tech start-up companies**. International Journal of Business, v. 18, n.3, 2013.
- FRANZONI, Luigi Alberto. Introduzione all'economia del diritto. Bologna: Mulino, 2003.
- FUNKEN, Katja. **The best of Both Worlds – The Trend Towards Convergence of the Civil Law and the Common Law System**. 2003, disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=476461](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=476461).

- GAUDENCIO, Samuel C.; MCNOUGHTON, Charles W. **Fusões e Aquisições: prática jurídica no M&A**. São Paulo: IOB, 2016.
- GODOY, Arnaldo Sampaio de Moraes. **Direito nos Estados Unidos**. São Paulo: Manole – 2004.
- GOLDFARB, Brent.; KIRSCH, David.; SHEN, April. **Finance of New Industries**. In: CUMMING, Douglas (org.). *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Financing*. New York: Oxford University Press, 2012.
- GOMPERS, Paul A. **Optimal Investment, Monitoring, and Staging of Venture Capital**. *The Journal of Finance*, v. 50, n.5 (Dec.), 1995.
- \_\_\_\_\_.; LERNER, Josh. **The venture capital cycle**. Cambridge: MIT Press, 1999.
- \_\_\_\_\_.; KOVNER, Anna; LERNER, Josh; SCHARFSTEIN, David. **Venture capital investment cycles: The impact of public markets**. *Journal of Financial Economics*, v. 87, 2008.
- GUERINONI, Ezio. **Incompletezza e completamento del contratto**. Milano: Giuffrè, 2007.
- \_\_\_\_\_ . **Incomplete contract**. In: EATWELL, John; MILGATE, Murray; NEWMAN, Peter (org.). *The new palgrave: a dictionary of economics*. London: The Macmillan Press Limited, 1987 v. 2., 1987.
- HART, Oliver. **Firms, Contracts, and Financial Structure**. Londres: Oxford University Press, 1995.
- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure**. *Journal of Financial Economics*, n.3, 1976.
- JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá – 2016.
- \_\_\_\_\_ . **Direito das Startups**. V.II, Curitiba: Juruá – 2017.
- LAPORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. **Law and Finance**. *The Journal of Political Economy*, Chicago, v.106, Issue 06 (Dec.), 1998.
- MARQUES, Rafael Y. **Notas conversíveis no equity crowdfunding: sociedade de fato e risco de responsabilidade pessoal do investidor**. Coleção Academia-Empresa 14. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

- MATTEI, Ugo et al. **Il mercato delle regole: analisi economica del diritto civile**. Bologna: Società editrice il Mulino, 1999.
- MENDES, Evaristo - **Interpretação e integração do negócio jurídico**. Lisboa: Universidade Católica Portuguesa, 2012. Disponível em [http://www.evaristomendes.eu/ficheiros/Evaristo\\_Mendes\\_Interpretacao\\_e\\_integracao\\_do\\_negocio\\_juridico\\_\(Final\).htm](http://www.evaristomendes.eu/ficheiros/Evaristo_Mendes_Interpretacao_e_integracao_do_negocio_juridico_(Final).htm)
- MILLER, Roger; JENTZ, Gaylord. **Business Law Today: Comprehensive: Text and Cases**. Cengage Learning. 2011.
- MODIGLIANNI, Franco; MILLER, Merton H. **The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment**. The American Economic Review, v. 48, n. 3 (Jun), 1958.
- MYERS, Stewart C. **The Capital Structure Puzzle**. The Journal of Finance, v. XXXIX, n. 3, July, 1984.
- NANDA, Ramana; RHODES-KROPP, Matthew. **Investment cycles and startup innovation**. Journal of Financial Economics, n. 110, 2013.
- NOOTEBOOM, Bart. **Firm Size Effects on Transaction Costs**. Small Business Economics, v.5, 1993.
- NORR, Henry. **Growth of a Silicon Empire/Bay area's fertile intellectual ground helped sprout high technology industry**. [s.l.]: 1999. Disponível em <https://www.sfgate.com/business/article/GROWTH-OF-A-SILICON-EMPIRE-Bay-Area-s-fertile-2888303.php>. Acesso em: 25/06/2018.
- PAUL, Stuart; WHITTAM, Geoff; WYPER, Janette. **The Pecking Order Hypothesis: Does it apply to Start-up Firms?** Journal of Small Business and Enterprise Development, v.14, Issue 1, p. 8-21.
- PERES, Tatiana B. **Opção de compra**. Curitiba: Juruá, 2011.
- RIES, Eric. **A Startup Enxuta**. São Paulo: Leya, 2012.
- SANTANA, Leonardo. **Mútuo conversível em participação – uma alternativa econômica e eficaz de captação de recursos**. Curitiba: Juruá, 2017.
- SILVA, Layon L. **Governança Coportativa para Startups**. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá – 2016.
- SORENSEN, Michael. **How Smart is Smart Money? A two-sided Matching Model of Venture Capital**. The Journal of Finance, v. LXII, n.6, 2007.

- SPINA, Cassio A. **Investidor Anjo: guia prático para empreendedores e investidores.** São Paulo: nVersos, 2012.
- SULLIVAN, David O'; DOOLEY, Lawrence. **Applying innovation Thousand Oaks.** California: Sage, 2009.
- SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Decio. **Direito e economia: análise econômica do direito e das organizações.** Rio de Janeiro: Campus, 2005.
- TAVARES, Marco A.; MENEZES, Rodrigo. **Drag along em operações de venture capital.** Capital Aberto. Disponível em <<https://bit.ly/2K6s6td>>. Acesso em 25/06/2019.
- THIEL, Peter. **Do Zero ao Um: o que aprender sobre empreendedorismo com o vale do silício.** Rio de Janeiro: Objetiva, 2014, p.29.
- VAN AUKEN, Howard. **Differences in the Usage of Bootstrap Financing among Technology-Based versus Nontechnology-Based Firms.** Journal of Small Business Management. Whashington, n. 43 (1), 2005.
- VENOSA, Silvio de Salvo. **Direito Civil: teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos.** 10 ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- WILLIAMSON, Oliver E. **Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations.** Chicago, v.22, n.2 (Oct.), 1979.
- WINBORG, Joakim; LANDSTRÖM, Hans. **Financial bootstrapping in small businesses: Examining small business managers' resource acquisition behaviors.** Journal of Business Venturing, New York, v. 16. 2000.

## LEGISLAÇÃO

- BRASIL. IBCG, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa.** 4.ed. São Paulo: IBCG, 2009.
- FRANÇA. Requisitos previstos nas normas fiscais da França, disponível em <<https://www.impots.gouv.fr/portail/international-professionnel/tax-incentives#ISU>>. Acesso em 19/04/2019.
- ITALIA. Requisitos previstos na Lei. nº. 221 de 2012 da Itália, disponível em <<https://rio.jrc.ec.europa.eu/en/library/law-17-december-2012-n221-innovative-start-ups>>. Acesso em 19/04/2019.

- LETÔNIA. Requisitos previstos na Lei de Incentivos para Startups da Letônia, disponível em <[www.labsoflatvia.com/news/latvian-startup-law-finally-translated-into-english](http://www.labsoflatvia.com/news/latvian-startup-law-finally-translated-into-english)>. Acesso em 19/04/2019.
- PORTUGAL. **Código das Sociedades Comerciais**. Decreto Lei nº. 262/86, de 02/09, última atualização em pela Lei n.º 49/2018, de 14/08.
- \_\_\_\_\_. **CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários de Portugal** - Disponível em : <<https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Brochuras/Documents/Fundos%20de%20Investimento.pdf>>. Acesso em 01/06/2019.
- \_\_\_\_\_. **Leis, decretos e etc.** Disponível em: <[https://dre.pt/home/-/dre/70086389/details/maximized?p\\_auth=HJevB5IJ](https://dre.pt/home/-/dre/70086389/details/maximized?p_auth=HJevB5IJ)>. Acesso em 18/06/2019.
- REIS, Edgard V. A. **Startups – Análise de estruturas societárias e de investimento no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2018.
- UNITED STATES. **District Court, Northern District of California**. Disponível em: <[https://usrbitration.shearman.com/siteFiles/22828/2018.04.13%20Namisnak%20et%20al%20v.%20Uber%20Tec/hnologies,%20Inc.%203%2017-CV-06124%20\(N.D.....pdf](https://usrbitration.shearman.com/siteFiles/22828/2018.04.13%20Namisnak%20et%20al%20v.%20Uber%20Tec/hnologies,%20Inc.%203%2017-CV-06124%20(N.D.....pdf)>. Acesso em 07/08/2018.

## JURISPRUDÊNCIA

- Tribunal da Relação de Lisboa. **Processo: 160/04.1TBSSB.L1-1**. Relator: JOÃO RAMOS DE SOUSA. Julgado em 18/09/2012. Acesso em 15/09/2019.
- Tribunal da Relação de Lisboa. **Processo: 540/11.6TVLSB.L2-1**. Relator: JOÃO RAMOS DE SOUSA. Julgado em 28/04/2015. Acesso em 15/09/2019.
- Superior Tribunal de Justiça. **Processo: 330/06.8TVLSB.L1**. Relator: GABRIEL CATARINO. Julgado em 19/06/2012.

## ARTIGOS, DICIONÁRIOS E NOTÍCIAS INFORMATIVAS

- ABVCAP, Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital. **Como funciona a indústria de private equity, seed e venture capital**. [s.l.] 2015. Disponível em <<http://www.abvcap.com.br/Download/Guias/2726.pdf>> . Acesso em: 25/06/2018.

- CHAPMAN, Lizzete. **Bloomberg**. Notícia disponível em <[www.bloomberg.com/news/articles/2016-12-19/u-s-startups-are-piling-on-debt](http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-12-19/u-s-startups-are-piling-on-debt)>. Acesso em 01 de junho de 2019.
- CLEMENTE, ISABEL. **Revista Época Negócios**. Notícia disponível em <<https://epocanegocios.globo.com/Revista/noticia/2018/10/lisboa-um-ecossistema-em-ebulicao.html>>. Acesso em 06/01/2018.
- CRUZ, Renato. **Por que o Vale se chama do Silício**. Disponível em <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,por-que-o-vale-se-chama-do-silicio-imp-,771023>>. Acesso em 25/06/2018.
- GIFTS, Steve H. **Law Dictionary**. Fifth edition. New York: Barrons, 2003.
- GLOBO, jornal. [s.l.]: 2018. Disponível em <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2018/08/02/apple-atinge-marca-de-us-1-trilhao-em-valor-de-mercado.ghtml>>. Acesso em 02/08/2018.
- GREENSPAN, Alan. **The Challenge of Central Banking in a Democratic Society**. Disponível em <[www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm)>. Acesso em 14/05/2018.
- KEMP, Simon. **We are social**. Disponível em <<https://wearesocial.com/blog/2018/01/global-digital-report-2018>> . Acesso em 06/07/2019.
- MARQUES, Ana Cristina. **Observador**. Disponível em <https://observador.pt/2016/08/23/mais-de-metade-das-startups-portuguesas-chegam-aos-tres-anos-de-vida/>. Acesso em 06/01/2018.
- MARQUES, Catia. **Portal Sapo**. Notícia disponível em <<http://www.jornaleconomico.sapo.pt/noticias/empreendedorismo-liga-lisboa-a-amsterdao-e-telavive-175802>>. Acesso em 06/01/2018.
- MATOS, Felipe. **Incubadora ou Aceleradora? Saiba quais são as principais diferenças entre as duas e qual é a mais adequada para a sua empresa**. Pequenas Empresas e Grandes Negócios. 2013. Disponível em <<https://glo.bo/2K5zrJM>>. Acesso em 29/05/2019.
- NEWCOMER, Eric. **Bloomberg**. Disponível em <[www.bloomberg.com/news/articles/2017-04-14/embattled-uber-reports-strong-sales-growth-as-losses-continue](http://www.bloomberg.com/news/articles/2017-04-14/embattled-uber-reports-strong-sales-growth-as-losses-continue)>. Acesso em 13/06/2019.

- NGUYEN, Peter. **For Real Innovation, Its's Not Silicon Valley But Sillicon Wadi.**  
Disponível em: <[www.forbes.com/sites/theyec/2013/10/02/for-real-innovation-its-not-silicon-valley-but-silicon-wadi/](http://www.forbes.com/sites/theyec/2013/10/02/for-real-innovation-its-not-silicon-valley-but-silicon-wadi/)>. Acesso em 25/06/2018.
- OXFORD English Dictionary. 3.ed, Oxford University Press, 2016. Disponível em:  
<[www.oed.com.proxy.library.nyu.edu/view/Entry/189205?isAdvanced=true&result=1&rskey=Hhckfz&&print](http://www.oed.com.proxy.library.nyu.edu/view/Entry/189205?isAdvanced=true&result=1&rskey=Hhckfz&&print)>, acesso em: 19/04/2019.
- PIMENTEL, ANA. **Observador.** Notícia disponível em  
<<http://observador.pt/2017/10/10/french-tech-rede-global-de-startups-e-investidores-franceses-expande-para-lisboa/>> . Acesso em 06/01/2018.
- SÃO PAULO (MUNICÍPIO). **O que é uma incubadora de empresas?** São Paulo, 2012.  
Disponível em:  
<<http://www.prefeitura.sp.gov.br/cidade/secretarias/trabalho/empreendedorismo/incubadora/?p=38440>>. Acesso em: 25/06/2018.
- SEM AUTOR. Referência utilizada da internet disponível em:  
<[https://www.livinginternet.com/w/wi\\_mosaic.htm](https://www.livinginternet.com/w/wi_mosaic.htm)>, acesso em 25/06/2018.