

ALÉM DO MÚTUO: O PROJETO DE LEI 252 DE 2023 E O INVESTIMENTO EM STARTUPS

BEYOND THE MUTUAL SYSTEM: BILL 252/2023 AND INVESTMENT IN STARTUPS

Adrianna Hilsdorf¹

RESUMO

Este artigo científico examina o potencial impacto do Projeto de Lei Complementar 252 de 2023, do Senador Carlos Portinho, que propõe instituir o Contrato de Investimento Conversível em Capital Social (CICC) no ecossistema de Startups no Brasil. Ao substituir o modelo tradicional de contrato de Mútuo Conversível em participação societária, essa nova legislação pode significar uma mudança para a forma como as Startups são financiadas e como os investidores se engajam com essas empresas. O objetivo deste estudo é avaliar os aspectos positivos e negativos dessa transformação, fazendo uma breve introdução sobre o ecossistema das Startups, comparando os dois modelos de contrato e analisando suas implicações para o financiamento dessas empresas. Utilizando uma abordagem qualitativa e quantitativa, o artigo traz insights sobre a atual dinâmica de investimentos no ecossistema de Startups, com dados concretos de 2023 e projeções para 2024. Com base na análise de dados recentes sobre investimentos em Startups e entrevistas com especialistas do setor, buscamos compreender se o Projeto de Lei 252 de 2023 tem o potencial de estimular um aumento no volume de investimentos e se pode contribuir para um ambiente mais favorável ao desenvolvimento de Startups inovadoras no Brasil. Este estudo é relevante para legisladores, investidores, empreendedores e acadêmicos interessados nas dinâmicas de financiamento de Startups e na evolução do marco legal que rege essas relações no país.

PALAVRAS-CHAVE: Startups. Investimento. Mútuo conversível. Contrato. Investidor-anjo.

ABSTRACT

The article aims to analyze the potential impact of Complementary Bill 252 of 2023, by Senator Carlos Portinho, which proposes to establish the Convertible Investment Contract in Social Capital, on the startup ecosystem in Brazil. By replacing the traditional model of a loan contract convertible into equity, this new legislation could mean a change in the way startups are financed and how investors engage with these companies. The objective of this study is to evaluate the positive and negative aspects of this transformation, providing a brief introduction to the Startup ecosystem, comparing the two contract models and analyzing their implications for the financing of these companies. Using a qualitative and quantitative approach, the article provides insights into the current dynamics of investments in the startup ecosystem, with concrete data from 2023 and projections for 2024. Based on the analysis of recent data on investments in startups and

¹ Pós-graduada em Direito Internacional da PUC-SP; Pós-graduada em Direito Civil do Damásio, Especializada em Direito das Startups na INSPER, Master of Law em Direito Corporativo do IBMEC.

interviews with sector experts, We seek to understand whether Bill 252 of 2023 has the potential to stimulate an increase in the volume of investments and whether it can contribute to a more favorable environment for the development of innovative startups in Brazil. This study is relevant for legislators, investors, entrepreneurs and academics interested in the dynamics of financing startups and the evolution of the legal framework that governs these relationships in the country.

KEYWORDS: Startups. Investment. Convertible mutual. Contract. Angel investor.

1. INTRODUÇÃO

Sabemos que as Startups hoje atuam como uma ferramenta para inovação e melhoria nos serviços de grandes empresas, além de promoverem o crescimento econômico e desenvolvimento social. Elas são um catalisador para a mudança e a modernização em muitos setores da economia, impulsionando a competitividade e o progresso tecnológico.

A Lei Complementar 182 de 2021, denominada Marco Legal das Startups, trouxe em seu art. 4º a definição de Startup:

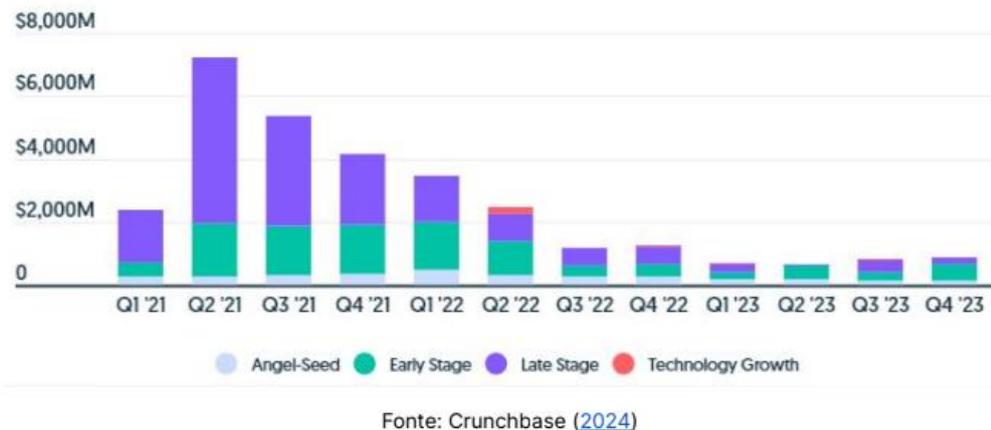
São enquadradas como Startups as organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados.²

O cenário das Startups no Brasil vem mostrando um dinamismo impressionante, refletindo tanto os desafios quanto as oportunidades únicas presentes no mercado brasileiro. Em 2021, o setor experimentou um ano histórico, com um aumento de 200% no volume investido em Startups brasileiras, evidenciando um crescente interesse tanto de investidores locais quanto internacionais. Esse movimento foi acompanhado por uma significativa geração de empregos, com mais de 100 mil contratações realizadas por Startups no mesmo ano, demonstrando o impacto positivo dessas empresas no mercado de trabalho.

No entanto, o acesso a investimentos experimentou um recuo significativo em 2023, principalmente pelo cenário de incerteza econômica, preocupações com a inflação, taxas de juros e um ambiente de negociação mais árido.

² https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp182.htm

Dólares de Venture Capital investidos na América Latina (2021 a 2023)



A tendência para 2024, de acordo com o Relatório da Endeavor³ é que os investidores voltem os olhos para os mercados emergentes novamente, e com isso, as melhores Startups continuarão a receber financiamento, com potencial a longo prazo.

O potencial a longo prazo permanece forte devido aos fundos levantados nos últimos dois anos e ao cenário macroeconômico mais favorável do país, com crescimento econômico, aumento do consumo, inflação estável e principalmente a expectativa de redução de juros de 11,75% para 9% até o final de 2024, segundo projeção do Boletim Focus.⁴

As Startups brasileiras têm explorado diversas áreas, com destaque para o setor de serviços financeiros online, além de emergirem fortemente em setores como alimentação, beleza, transporte, viagens e educação. A transformação digital já não é um luxo, mas um pré-requisito para o crescimento dessas empresas. A inteligência artificial se tornou um diferencial para as captações, e não podemos deixar de observar o leque de oportunidades para modelos de negócios disruptivos que surgirão em virtude disso.

Os principais desafios enfrentados pelas Startups no Brasil incluem a navegação por um mercado diversificado e complexo, além da necessidade de adaptação a um ambiente regulatório e econômico em constante mudança. Entretanto, o país oferece um mercado receptivo a soluções tecnológicas estrangeiras e um grande potencial devido à sua vasta população e diversidade, criando um terreno fértil para Startups inovadoras,

³ <https://drive.google.com/file/d/1rSDuElFSbJbgy1lcHzoiry5BF4YgWODW/view>

⁴ <https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20240112.pdf>

especialmente aquelas focadas em soluções tecnológicas e sustentáveis.

Antes de nos aprofundarmos no tema central do presente estudo, é importante entendermos o porquê uma Startup capta recursos. Essas empresas nascem de uma ideia disruptiva, em um ambiente de extrema incerteza e podemos dizer, até caótico. Desde o estágio inicial – denominado “*early stage*” – os fundadores buscam recursos financeiros para a validação do produto ou serviço criado, e desenvolvimento da empresa, para assim, crescer exponencialmente e de forma escalável, ou seja, aumentando suas receitas sem a necessidade de aumentar seus custos.

As razões para se investir em uma Startup são muitas, e podemos elencar entre as principais:

- **Potencial de Alto Retorno:** Startups oferecem potencial de alto retorno sobre o investimento.
- **Diversificação:** Investir em Startups permite aos fundos diversificar seus portfólios, reduzindo o risco global.
- **Inovação e Transformação:** O investimento em Startups é uma forma de participar da inovação e da transformação de setores inteiros da economia.
- **Desenvolvimento Econômico:** Contribuir para o desenvolvimento econômico, geração de empregos e fomento ao empreendedorismo.
- **Estratégia de Saída:** Fundos de investimento visam a estratégias de saídas lucrativas, como IPO's ou aquisições, que podem ser facilitadas pelo crescimento acelerado das Startups.

Em termos de estruturação jurídica, no ciclo de vida de uma Startup, é comum que exista a transitoriedade societária, visto que muitos agentes do ecossistema participam dessa jornada. É natural a entrada de investidores-anjo, seguidos de fundos de investimento que assumem o controle para a saída desses investidores-anjo, executivos estratégicos, a diluição do Fundador, bem como um amadurecimento entre os sócios para que saibam a hora de entrar e a hora de sair da Startup.

Os diferentes instrumentos jurídicos refletem a diversidade de estratégias de investimento e estágios de desenvolvimento das Startups. A escolha do instrumento depende dos objetivos específicos do investidor, do estágio da Startup, e das condições de mercado, sendo essencial para o dinamismo e a sustentabilidade do ecossistema de Startups no Brasil.

A legislação brasileira, por sua vez, tenta acompanhar a evolução e o dinamismo que as Startups trabalham, buscando regulamentar a forma de investimento nessas empresas, com o intuito de trazer segurança jurídica para todos os agentes desse ecossistema. Dentre elas, podemos citar a Lei Complementar 155 de 2016, que trouxe a figura do Investidor-Anjo, tanto utilizada pelos operadores do direito, pela primeira vez no ordenamento jurídico.

Referida norma alterou a Lei Complementar 123, de 14 de dezembro de 2006, acrescentando os artigos 61-A a 61D, preceituando que os valores investidos em microempresas e empresas de pequeno porte não integrarão o capital social da empresa, e tampouco serão considerados como receitas destas, devendo ser utilizados com a finalidade de fomentar a inovação do negócio.

Apesar de louvável a tentativa do legislador em inaugurar a figura desses investidores na legislação nacional, a Lei não resolve a natureza jurídica do documento, além de interferir na esfera da liberdade negocial das partes, e implicar questões tributárias significativas.⁵

No cenário de investimentos em Startups, os meios de financiamento são de extrema importância para o desenvolvimento e escalabilidade dessas empresas, sendo inúmeras as formas de se formalizar um investimento em uma Startup. Para o êxito do investimento, levamos em consideração fatores estratégicos e lógicos como: retorno do investimento para os investidores e a diferença entre os ganhos com *profit share*, equity ou eventos de liquidez; controle administrativo da empresa; novas rodadas de investimento; incentivo de longo prazo aos fundadores do projeto; grau de envolvimento dos investidores dentro da empresa, etc.

Os fundos de investimento, como Bossa Invest⁶, Domo⁷, Distrito⁸ e empresas de Private Equity, empregam uma gama de instrumentos jurídicos para investir em Startups. Cada um desses instrumentos possui características próprias, adequadas a diferentes estágios de maturidade das Startups e aos objetivos dos investidores. Comparar esses instrumentos e entender os motivos pelos quais os fundos escolhem investir em Startups é fundamental para compreender o dinamismo do ecossistema de inovação no Brasil.

⁵ As partes que desejam concretizar um investimento precisam seguir os requisitos determinado na legislação: (i) contrato de participação não poderá ultrapassar 07 (sete) anos; (ii) nos casos de venda da sociedade pelo sócio controlador, o Investidor terá o direito de preferência na aquisição das quotas ou poderá exercer o direito de venda conjunta, a chamada cláusula de tag along.

⁶ <https://bossainvest.com/>

⁷ <https://domo.vc/home/>

⁸ <https://distrito.me/>

No decorrer do artigo, veremos os principais instrumentos de investimento em Startups, incluindo o projeto de lei objeto do presente estudo. Contudo, importante frisarmos que o Mútuo Conversível em Participação Societária, é o instrumento mais utilizado até o momento, visto que é uma alternativa econômica e eficaz para a captação de recursos e operacionalização do aporte e a relação entre os empreendedores e investidores.

Ao fazer o aporte em uma Startup, o investidor não quer fazer parte do quadro societário de imediato, se tornando sócio da empresa. A intenção do investidor é ver a Startup crescer, faturar, e só assim converter seu aporte em participação societária. O investidor sabe que é um investimento de alto risco, e está disposto a perder o dinheiro investido.

O Mútuo Conversível possibilita que o aporte seja realizado nestas circunstâncias, porém essa operação é classificada como uma dívida da Startup, implicando em uma devolução do recurso no futuro, ou por um eventual evento de liquidez ou nova rodada de investimento.

Ele deriva do *convertible note* criado nos Estados Unidos e largamente utilizado no mercado de venture capital norte-americano. No Brasil, já existia a figura da debênture conversível que poderia servir para finalidade semelhante já que se trata de um instrumento de dívida. No entanto, esse instrumento só pode ser utilizado pelas Sociedades Anônimas, capazes de emitir debêntures, de acordo com a legislação brasileira.

Por se tratar de custos elevados e cumprimento de uma série de padrões de mercado e exigências legais, poucas Startups poderiam utilizar esse recurso, e por essa razão foi criado o Mútuo Conversível.

Aos olhos do colega de profissão Saulo Michelis⁹, a razão de utilizarmos o Mútuo é que não havia um contrato no Brasil "pronto" o suficiente para atender a todas as minúcias envolvidas em um investimento em startups, eis que se fez a importação e adaptação das *convertible notes*, instrumentos de dívida, que poderiam ser convertidas em participação societária, à semelhança das debêntures conversíveis, que existem no Brasil, mas que só podem ser emitidas por Sociedades Anônimas.

Ele defende, ainda, que os operadores de direito, founders e investidores parem de utilizar o Mútuo, visto que o Marco Legal das Startups trouxe em seu art. 5º, §1º, VII,

⁹ <https://www.conjur.com.br/2022-jun-06/michilese-froes-preciso-acabar-mutuo-conversivel/>

ampla liberdade para que o mercado se utilize do instrumento jurídico que bem entender para formalizar esses investimentos.

A questão que permanece é: o projeto de lei 252, aprovado pelo Senado Federal em 10 de abril de 2024, e aguardando apreciação da Câmara dos Deputados, objeto do presente estudo, que visa regulamentar o investimento em Startups por meio de um Contrato de Investimento (CICC) tomará o lugar do Mútuo? Os operadores de direito adotarão tal instrumento ou será mais uma lei sem aplicabilidade, tal como quando o legislador regulamentou o contrato de investimento anjo, Lei 155 de 2016? como veremos mais adiante.

2. REVISÃO DE LITERATURA

Para atingir os objetivos propostos, a pesquisa foi conduzida utilizando uma abordagem qualitativa. Foram realizadas revisões bibliográficas em fontes acadêmicas, livros, artigos científicos e legislação pertinente sobre o Mútuo Conversível e o Projeto de Lei 252 de 2023. Além disso, foram analisados contratos de Aceleradoras e *Venture Capital*, além de entrevistas com especialistas sobre o tema.

3. METODOLOGIA

O investimento em Startups tem se tornado cada vez mais relevante no cenário econômico brasileiro, evidenciando a necessidade de estruturas jurídicas e financeiras que apoiem o desenvolvimento dessas empresas inovadoras. Neste contexto, dois modelos de investimento se destacam: o Mútuo Conversível e o recém-proposto Contrato de Investimento Conversível em Capital Social (CICC), introduzido pelo Projeto de Lei Complementar nº 252 de 2023. Este texto tem como objetivo discorrermos sobre os instrumentos jurídicos mais utilizados para captação de recursos nas Startups e analisarmos as mudanças propostas pelo Projeto de Lei 252, incluindo suas implicações para o ecossistema de Startups no Brasil.

No cenário das Startups, podemos dizer que temos os investimentos feitos pelo próprio Fundador da Startup (“*Founder*”), também chamado de *bootstrapping*¹⁰, e temos os investimentos de terceiros, classificados em:

¹⁰ A empresa utiliza exclusivamente recursos próprios (dinheiro dos sócios) para desenvolver sua Startup e ganhar escala, sem usar investimento de terceiros ou rodada de investimentos.

FFF – *Family, Friends and Fools*;¹¹

Investimento Anjo – Lei 155 de 2016 ou Mútuo Conversível¹²

Venture Capital

Private Equity

Crowdfunding – IN 88 CVM¹³

A cada ciclo de vida alcançado, a Startup sofre com as dores e adversidades decorrentes do seu crescimento, portanto, é importante entender cada etapa de desenvolvimento, a fim de agregar valor ao produto ou serviço desenvolvido, aumentando seu *valuation* no mercado.

O fato é que cada gestora de *Venture Capital*, cada investidor anjo profissional, vai utilizar o instrumento jurídico mais adequado para aquele investimento em específico, levando em consideração todas as suas nuances. Seja o Mútuo Conversível, Opção de Compra, Subscrição de Quotas/Ações, Debênture Conversível, todos atendem o objetivo principal do investimento, que é a injeção de recursos financeiros para o desenvolvimento do produto ou serviço da Startup, se em fase inicial, ou para dar tração, validação e consolidação no mercado.

Os ciclos de uma Startups são divididos em: 1- Ideia: Desenvolvimento da ideia a partir dos recursos que o empreendedor tem à sua disposição. O negócio ainda não tem necessariamente um CNPJ, mas já existe sociedade de fato entre as partes; 2- Formação: Formação do time necessário para desenvolver a ideia. Assinatura de acordos entre sócios. Eventual ajuste de ideia; 3- Validação: O MVP do produto/serviço é testado e validado no mercado. São criadas metas. O negócio já está formalizado e com atividade operacional, podendo receber recursos de investidores; 4- Tração: Fase de adequação do produto ao mercado – *Product Market Fit*. Os desafios aqui são conquistar mais clientes e aumentar o faturamento; 5- Escalar: Fase em que a Startup já está estabelecida, porém precisa crescer para expansão do negócio em termos geográficos, de mercado ou produto; 6- Consolidar: Já existem clientes e vendas recorrentes. Concorrentes podem ser adquiridos. Empresa pode ser vendida. Investimento adicional pode ser obtido.

O motivo da existência de uma Startup, de acordo o escritor Eric Ries, em seu

¹¹ Investimento inicial, geralmente realizado pela família, amigos ou tolos, que na verdade são terceiros que acreditam no negócio e resolvem investir para possibilitar o início da execução e pesquisa que, neste momento, possivelmente será um MVP.

¹² investidores Pessoa Física contribuem com seu capital financeiro e intelectual, em troca de uma participação social.

¹³ Plataforma que permite a captação de recursos para um determinado projeto baseada em um financiamento coletivo, com várias pessoas distintas como investidoras.

livro *A Startup Enxuta*, é aprender, e suas atividades fundamentais são: (i) transformar ideias em produtos; (ii) Medir como os clientes reagem; e (iii) Verificar se deve pivotar¹⁴ ou perseverar.

Por outro lado, o Mútuo Conversível tem sido tradicionalmente o instrumento mais utilizado para o financiamento de Startups em estágios iniciais no Brasil. Esse modelo funciona como um empréstimo que oferece ao investidor a opção de converter o valor emprestado em participação societária na empresa, geralmente sob condições pré-estabelecidas ou na ocorrência de eventos futuros, como uma nova rodada de investimento. Essa abordagem permite que investidores e fundadores adiem a avaliação da empresa para um momento em que o negócio esteja mais maduro e seja mais fácil de ser avaliado. Embora essa flexibilidade seja vantajosa, o modelo carrega a natureza de uma dívida, prevista no artigo 586¹⁵ do Código Civil, o que pode não ser ideal para o dinamismo e risco inerentes às Startups.

Não obstante, o Contrato de Investimento Conversível em Capital Social (CICC), proposto pelo senador Carlos Portinho, busca superar algumas das limitações do Mútuo Conversível, inspirando-se no modelo internacional SAFE (*Simple Agreement for Future Equity*). O CICC permite a transferência de recursos para a Startup sem constituir dívida, com a conversão em participação societária ocorrendo sob critérios definidos pelas partes. Também se espera que o CICC elimine os efeitos tributários adversos, tanto na extinção do contrato, quanto em ajustes contábeis, oferecendo um regime fiscal mais favorável e menos ambíguo para investidores e Startups.

Uma das principais diferenças entre o Mútuo Conversível e o CICC reside na sua natureza jurídica e tributária. Enquanto o Mútuo é tratado como dívida, com implicações tributárias que podem desencorajar investimentos, o CICC é desenhado para não ter natureza de dívida e, conseqüentemente, propõe um tratamento tributário mais benéfico e seguro para as partes envolvidas. Além disso, ao não ser considerado receita da empresa, o investimento via CICC não afeta o enquadramento da startup em determinados benefícios fiscais e programas de apoio, o que não ocorre necessariamente com o Mútuo Conversível.

As questões tributárias sempre são levantadas nas rodadas de investimento, gerando um desconforto na negociação. Portanto, é preciso esclarecer qual será o

¹⁴ Mudar de direção.

¹⁵ Art. 586, Código Civil: O mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis. O mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade.

tratamento fiscal dado na conversão em capital social na nova modalidade contratual em questão.

Analisando o Projeto de Lei, ainda sob a égide tributária, verifica-se um avanço que a Lei 155 de 2016¹⁶ (Investidor Anjo) não conseguiu trazer, visto que à época da introdução da mencionada lei, a tributação foi considerada pela Receita Federal em dois momentos: na remuneração periódica e no resgate, previstos nos §§ 6º e 7º do art. 61-A da Lei Complementar nº 123/2006. Em ambos os casos, o imposto era retido na fonte (IRRF) e suas alíquotas são regressivas, de acordo com o prazo do contrato. Na remuneração, o tributo incide sobre o valor da remuneração em si; no caso de resgate, a base de cálculo é a diferença positiva entre o valor efetivamente aportado e o valor atualizado no momento do resgate, se houver.

Acerca desse tema, Erik Nybo discorre: “A receita tributou o repasse de resultados aos investidores, o que pouco ocorre no momento em que normalmente o investimento-anjo é operado – pelo simples fato de que, neste ponto de sua existência, geralmente a Startup ainda não atingiu o breakeven. O investidor-anjo costuma saber disso e pouco se interessa pelo recebimento de dividendos nesse momento. O resgate também não é o maior objetivo do contrato é um investimento de risco, e o anjo deve saber que não faz sentido pensar em aportar capital em startup almejando uma retirada atualizada, poucos anos depois. Logo, questiona-se o quanto a tributação resultou inócua”.

E ainda: “Contudo, se pensarmos no principal propósito do investimento em Startups – que é a conversão do contrato, aquisição da participação em caso de sucesso e um *exit* vantajoso -, percebemos que a Receita não trata disso em sua Instrução Normativa. Pode-se, contudo, interpretar que essa conversão não seria nada mais do que um resgate (tributado, então) e posterior compra de participação acionária, o que prejudicaria as intenções do investidor em receber equity proporcional ao capital aportado.”

O Projeto de Lei 252/2023, visa trazer um contrato similar ao instrumento de SAFE (*Simple Agreement For Future Equity*) desenvolvido pela Y Combinator¹⁷ e bastante utilizado no mercado de Venture Capital americano. Esse contrato de investimento não se caracteriza como uma dívida para a Startup e não expõe o investidor

¹⁶ https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp155.htm

¹⁷ <https://www.ycombinator.com/documents#about>

ao risco de participação societária em uma empresa em estágio inicial.

Dada a simplicidade do instrumento, tanto do ponto de vista contábil, como tributário, o PL/252 visa instituir o “CICC” – Contrato de Investimento Conversível em Capital Social, que diferentemente do Mútuo Conversível, não terá previsão do pagamento da dívida pela investida, oferecendo as opções aos investidores de (I) converter seu investimento em participação societária, ou (II) a perda do investimento; não mais possibilitando ao investidor pedir o pagamento do valor aportado.

Do ponto de vista tributário, não deverão produzir efeitos tributários para o investidor ou para a Startup, seja a extinção do CICC - Contrato de Investimento Conversível em Capital Social – por dissolução da startup ou conversão em participação societária ou outras hipóteses contratuais – ou para os ajustes de atualização do saldo do investimento.

A introdução do Contrato de Investimento Conversível em Capital Social (CICC) representa um avanço significativo no marco legal das Startups no Brasil. Comparado ao modelo tradicional do Mútuo Conversível, o CICC oferece uma solução mais alinhada às necessidades e dinâmicas do ecossistema de Startups, proporcionando uma base mais sólida para o crescimento e desenvolvimento dessas empresas. Ao mitigar as limitações associadas à natureza de dívida do Mútuo Conversível e ao oferecer um regime tributário mais claro e favorável, o CICC tem o potencial de fomentar ainda mais os investimentos em Startups brasileiras, contribuindo para a inovação, geração de empregos e desenvolvimento econômico do país. Portanto, tudo leva a crer que a adoção do CICC pode ser um divisor de águas no financiamento de Startups no Brasil, impulsionando a competitividade e a sustentabilidade do setor no longo prazo.

4. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

A fim de ilustrar a aplicação de um investimento em Startup sem considerarmos o novo contrato proposto no Projeto de Lei, utilizando o Mútuo Conversível como instrumento para o aporte, analisemos o seguinte caso real:¹⁸

A Startup de tecnologia Clinkle, fundada por Lucas Duplan em 2011, propôs-se a revolucionar os pagamentos móveis. Em 2013, a empresa anunciou uma rodada de

¹⁸ <https://arquivo.canaltech.com.br/mercado/Os-15-maiores-fiascos-da-industria-tecnologica-no-ano-de-2013/>

financiamento *seed*¹⁹ de aproximadamente \$25 milhões, uma das maiores para uma Startup naquele estágio, de investidores renomados como Accel Partners, Andreessen Horowitz, e Peter Thiel, entre outros.

O aporte foi realizado sob a forma de Mútuo Conversível, e como visto anteriormente, é uma prática comum em investimentos em Startups. Esse aporte expressivo gerou uma expectativa imensa ao redor da Startup, colocando pressão sobre a empresa para entregar resultados rápidos em um mercado altamente competitivo.

Além disso, o Mútuo Conversível é projetado para se converter em participação societária futura, e os problemas enfrentados pela Clinkle²⁰ evidenciaram os riscos associados a essa forma de investimento. A falta de progresso significativo e as avaliações subsequentes menores do que o esperado, podem ter diluído significativamente as participações dos investidores iniciais ou mesmo levado à conversão em condições desfavoráveis.

Embora a Clinkle não tenha declarado falência oficialmente, ela desapareceu do cenário de Startups sem cumprir suas promessas iniciais, deixando lições importantes sobre a gestão de expectativas, a importância do foco no desenvolvimento de produto, e os riscos associados a investimentos por Mútuo Conversível. Esse caso ressalta a importância de uma diligência cuidadosa, tanto para Startups quanto para investidores, e destaca os desafios inerentes à inovação e crescimento no espaço tecnológico.

Comparando o cenário descrito com o caso da Startup Clinkle, que enfrentou problemas com a sua rodada de financiamento via Mútuo Conversível, podemos observar algumas diferenças importantes que o PLP 252/2023 poderia representar em situações semelhantes:

(i) Base Legal Específica: O PLP 252/2023 busca estabelecer uma base legal específica para o CICC, diferentemente do Mútuo Conversível utilizado pela Clinkle, que opera em um ambiente legal mais geral e adaptado para essas transações. Com regras

¹⁹ Seed é a primeira camada de investimento acima do investidor anjo, normalmente de 500 mil a 2 milhões de reais no Brasil. Normalmente os investidores de capital semente, para diluir seus riscos e diversificar sua carteira, montam fundos que captam de vários investidores, e assim conseguem aportar capital em mais empresas e maximizarem suas chances de acertarem. As Startups que eles procuram já possuem clientes, produtos definidos, mas ainda dependem de investimento para expandirem o consumo e se estabelecerem no mercado.

²⁰ (i) Falta de Entrega: A Clinkle lutou para lançar seu produto de forma ampla, resultando em críticas e ceticismo por parte da mídia e do público. A demora na execução e a incapacidade de atender às expectativas elevadas deterioraram a confiança dos investidores e usuários; (ii) Problemas Internos e de Produto: A empresa enfrentou diversos problemas internos, incluindo alta rotatividade de funcionários e dificuldades em lançar um produto viável no mercado. As constantes mudanças na estratégia e na visão do produto confundiram tanto a equipe quanto os potenciais usuários

claras, os investidores e as Startups podem ter expectativas mais bem alinhadas desde o início.

(ii) Natureza do Investimento: O CICC é indubitavelmente definido como não possuindo natureza de dívida, independentemente de seu tratamento contábil. Isso contrasta com o Mútuo Conversível, que, apesar de eventualmente ser convertido em participação societária, inicialmente é tratado como um empréstimo. Esse esclarecimento pode reduzir a incerteza legal e melhorar a confiança dos investidores.

(iii) Aspectos Tributários: O PLP 252/2023 também aborda os efeitos tributários da extinção do CICC, bem como os ajustes requeridos pela legislação comercial ou contábil, estipulando que não produzirão quaisquer efeitos tributários para o investidor ou para a Startup. Isso oferece uma vantagem clara em relação ao Mútuo Conversível, na qual a conversão ou o perdão da dívida podem gerar obrigações fiscais imprevistas.

(iv) Conversibilidade e Termos de Investimento: Enquanto os detalhes específicos da conversibilidade são definidos pelo contrato no caso do Mútuo Conversível, o PLP 252/2023 requer que os critérios de conversibilidade do investimento em capital social sejam claramente estabelecidos pelas partes no CICC. Isso pode ajudar a evitar mal-entendidos e disputas sobre a valorização e a conversão, problemas que poderiam ter impactado negativamente empresas como a Clinkle.

(v) Segurança Jurídica e Fomento ao Investimento: Ao fornecer um arcabouço legal específico para os CICCs, o PLP 252/2023 visa aumentar a segurança jurídica e fomentar o investimento em Startups, criando um ambiente mais propício ao crescimento dessas empresas e à inovação tecnológica no país.

Portanto, a introdução do CICC pelo PLP 252/2023 representa uma importante evolução em relação ao modelo de Mútuo Conversível, com potencial para solucionar uma série de problemas e incertezas enfrentados por Startups e investidores, como visto no caso da Clinkle.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Não há dúvidas que, se aprovada, a nova modalidade de Contrato Conversível em Capital Social (CICC) trará mais segurança jurídica ao investidor, fortalecendo os investimentos nas Startups, bem como corroborando com a maior transparência tributária para as partes – um dos pontos de maior vulnerabilidade desses contratos de investimento.

Constatamos que o empresário que investe em Startups não busca o recebimento de juros, como num empréstimo comum. O objetivo dele é tornar-se sócio da Startup,

quando do sucesso, ou seja, a conversão em participação societária é o principal objetivo do investidor, uma vez que é um indicativo de que a Startup está progredindo satisfatoriamente e avançando em sua jornada.

No CICC, o investidor fica protegido de eventuais dívidas trabalhistas e tributárias, e dos riscos operacionais da Startup em fase inicial, e só passaria a integrar o quadro societário quando do sucesso da empresa. Também não geraria dívida para a empresa, evitando todas as implicações decorrentes da natureza de dívida, como a exigência da devolução do dinheiro, transformação da empresa em Sociedade Anônima quando da conversão da participação societária para evitar o ágio, bem como criação de cláusulas que protejam o investidor e a Startup nesses cenários.

Acerca desse tema, um recente estudo realizado mostra que a justiça brasileira já tem mais de 100 (cem) decisões envolvendo o Mútuo Conversível, e a maior parte delas é de investidores exigindo a devolução do dinheiro. Um dos casos que se tornaram públicos foi o da Vela, de bicicletas elétricas, que encerrou suas operações depois que investidores pediram a execução de uma cláusula do contrato de Mútuo Conversível assinado cinco anos antes, que previa que eles poderiam pedir seus recursos de volta caso o endividamento da empresa chegasse a R\$ 100 mil (cem mil reais).²¹

Podemos constatar que o Projeto de Lei em questão busca oficializar o que ocorre na prática, isto é, o Investidor é tributado pelo ganho de capital quando sua participação é vendida, como no mercado de ações.

No entanto, é fundamental realizar uma avaliação crítica dos aspectos práticos para assegurar que o novo instrumento seja adotado pelos operadores de direito e demais agentes do ecossistema, tais como: (i) Como esse investimento será contabilizado na empresa? (ii) A Receita Federal fará a tributação do investimento no momento do aporte ou quando da conversão em participação societária? (iii) O que ocorre caso o investidor não exerça seu ingresso no quadro societário, de fato?

A mera regulamentação tributária quando ocorre um evento de liquidez não é suficiente. Semelhante situação ocorreu também quando da regulamentação disposta na Lei 155 do Investidor Anjo, como já mencionado neste trabalho, no qual um dos objetivos era dar previsibilidade e segurança jurídica para os Investidores e Fundadores da Startup, principalmente na questão tributária. Contudo, não houve uma comunicação com a Receita Federal, que por sua vez determinou uma tributação diferente da esperada,

²¹ <https://startups.com.br/crise/vela-de-bicicletas-eletricas-encerra-atividades-e-vai-pedir-falencia/>

dificultando a adoção daquele instrumento pelos operadores do direito.

Portanto, por mais que o novo projeto de lei seja excelente e incentive o ecossistema, a adoção desse novo modelo de investimento ou de qualquer outro, só ocorrerá quando este fornecer segurança jurídica de fato, como o tratamento fiscal em coordenação simultânea com a Receita Federal, evitando os riscos trabalhistas, protegendo os investidores etc. Caso contrário, o Mútuo Conversível continuará a ser o contrato de investimento mais utilizado para esse tipo de operação.

REFERÊNCIAS

FORBES: <https://forbes.com.br/forbes-collab/2022/01/a-forca-das-startups-no-brasil/>

Acesso em: 06 março 2024.

SWISSNEX: <https://swissnex.org/brazil/pt/news/expectativas-e-desafios-para-startups-no-brasil-em-2023/> Acesso em: 06 março 2024.

INFOMONEY: <https://www.infomoney.com.br/negocios/startups-em-2023-para-fundador-do-buscape-ano-e-de-reajuste-e-grandes-oportunidades/> Acesso em: 06 março 2024.

Endeavor Insights: Tendências Globais de Venture Capital: <https://drive.google.com/file/d/1rSDuEIFSbJbgy1lcHzoiry5BF4YgWODW/view>

Acesso em 11 de março de 2024.

Startups.com.br. <https://startups.com.br/noticias/justica-tem-mais-de-100-decisoes-sobre-mutuo-conversivel/> Acesso em 12 de março de 2024.

NYBO, Erik Fontenele. Direito das Startups. São Paulo. Ed. Saraiva, 3ª Ed., pg. 129-135, 2019.

RIES, Eric. A Startup Enxuta. The Lean Startup. São Paulo. Ed. Leya, 2ª Ed., 2011.

NYBO, Erik Fontenele e Oliveira, Renata. Startups. O que você precisa saber e que nunca te contaram. São Paulo. Ed. Thomson Reuters Brasil, 1ª Ed. Pg. 114, 2021.