



## PROPOSTA DE MODELO DE ACORDO DE INVESTIMENTO EM STARTUP (“MAIS”)

Minuta do MAIS e documentos elaborados por, em ordem alfabética:

- Caio Brandão Teixeira Leite
- David Casz Schechtman
- Felipe C. B. Hanszmann
- Leonardo Ugatti Peres
- Marcelo Leonardo Cristiano

Com apoio das seguintes instituições, em ordem alfabética:

- Anjos do Brasil
- BizHub
- Comissão de Aspectos Jurídicos do Empreendedorismo e Startups da OAB/RJ
- Equity Rio
- Fator3
- GoNew
- Grey Matter
- Invest.Rio
- Kate Capital
- Norte Ventures
- Sai do Papel
- Urca Angels
- Vieira Rezende

Com agradecimentos especiais a, em ordem alfabética:

- Alicia Casz Schechtman
- Francisco Tada
- Helder Galvão
- Matheus Ramalho
- Michel Batista
- Pedro Wehrs do Vale Fernandes
- Renato Ferreira
- Thiago Marigo

*As indicações de afiliação dos autores contidas acima são para fins meramente biográficos e expressa a afiliação profissional do autor no momento da publicação. Este documento não foi elaborado, aprovado ou de qualquer modo revisado ou supervisionado por qualquer das instituições. Nada neste documento deve ser considerado como uma manifestação das instituições ou a estas atribuído. Todo o conteúdo deste documento é atribuível somente a seus autores em sua capacidade pessoal.*

*Este documento pode eventualmente conter opiniões de seus autores. Estas opiniões não estão sendo expressas por nem devem ser atribuídas a qualquer autor especificamente. Os autores participam desta publicação em capacidade iminentemente pessoal. Quaisquer opiniões eventualmente contidas neste documento tampouco devem ser atribuídas a qualquer das instituições a que qualquer autor faça parte ou seja afiliado no momento da publicação ou no futuro ou à OAB ou qualquer de suas seccionais. Semelhantemente, o apoio das instituições mencionadas acima não deve ser visto como uma chancela sobre o conteúdo do edital ou da minuta, somente como uma manifestação de que o projeto como um todo deve ser posto a consulta pública e pode ser benéfico para a comunidade de startups brasileira.*

*Nada neste documento deve ser considerado de qualquer modo aconselhamento jurídico. Este documento foi elaborado sem considerar circunstâncias de caso concreto de qualquer pessoa ou entidade e, portanto, não deve ser considerado como aconselhamento direcionado a qualquer entidade ou pessoa individualmente. Todo conteúdo deste documento é meramente para fins informacionais.*

## 1. Introdução

Em 2013, a Y Combinator, uma aceleradora de startups americana, divulgou o SAFE (*simple agreement for future equity*). Este era o modelo de acordo de investimento que é utilizado pela Y Combinator em seus investimentos. Desde então, o acordo começou a ser utilizado pela comunidade de startups nos Estados Unidos e até em outros países. A principal inovação do SAFE é a utilização de um contrato extremamente simples que defere grande parte das negociações comerciais para o futuro e, em última instância, sequer exige que as partes cheguem em acordo quanto ao *valuation* da startup. Esta característica permite que sejam negociadas rodadas de investimento de modo extremamente célere. Consequentemente, a startup economiza uma série de custos financeiros e não-financeiros no processo de negociação do investimento. Além disto, a utilização do SAFE ainda acaba se beneficiando de um ciclo virtuoso em que o benefício da celeridade na negociação tende a cada vez se tornar maior. Isto é, por ser fácil de negociar, o SAFE acaba sendo utilizado cada vez mais, isto faz com que investidores se tornem mais familiares com o funcionamento do acordo e, consequentemente, a negociação de SAFEs futuros se tornam ainda mais rápidas.

O Modelo De Acordo de Investimento em Startup (o MAIS) foi projetado para suprir uma função no mercado de startups brasileiro semelhante à função do SAFE nos Estados Unidos. Evidentemente há uma pergunta sobre o porquê de simplesmente não traduzir o SAFE ou só utilizar o SAFE como existe.

A resposta é que o SAFE foi construído para a legislação americana e considera a realidade e as práticas de investimento da comunidade de startup dos Estados Unidos. Embora existam casos em que startups brasileiras assinem um SAFE apenas como forma de formalizar o investimento, esta abordagem acaba tendo uma série de problemas. Evidentemente, há questão de se seria possível executar o contrato judicialmente no Brasil se necessário. Esta preocupação é pequena, uma vez que a relação entre startup e investidores raramente vai ao judiciário. Porém, um contrato tem mais funções do que simplesmente ser um instrumento para execução judicial; um contrato bem elaborado pode ser utilizado para evitar que a desavença sequer apareça. Isto somente ocorrerá, contudo, se o contrato não criar situações que acabem sendo excessivamente onerosas para um lado ou caso exista algum tipo de lacuna relevante.

A importação de um contrato estrangeiro (no nosso caso, o SAFE) sem cautelas pode acabar criando essas situações e dando margem a conflitos. Por exemplo, o SAFE prevê que a conversão ocorre com base em uma rodada de investimento em participação no capital. Antes desta rodada, o investidor SAFE não é diluído (a depender do modelo do SAFE). Utilizar esta mesma regra no contexto brasileiro poderia dar ensejo a situações pouco equitativas uma vez que é comum que investimentos em startups brasileiras sejam realizados por mútuos conversíveis até um estágio muito avançado da startup, havendo casos em que a conversão somente ocorre nas vésperas do IPO. Seria meio absurdo que o investidor SAFE somente passe a ser diluído nesse momento. Ainda, certas mecânicas do direito norte-americano não necessariamente traduzem bem para o direito brasileiro. Por fim, a utilização de SAFE no Brasil pode gerar problemas tributários.

Tendo em vista essas considerações, o grupo se reuniu para elaborar o MAIS. Este projeto, contudo, é complexo. Para isto, foi preparado o presente documento como forma de buscar sugestões e reações do público sobre a minuta do MAIS.

Nas próximas seções, explicaremos o escopo do MAIS, a definição da estrutura contratual do MAIS e algumas considerações sobre características e cláusulas específicas do modelo. Por fim, propomos algumas perguntas e tópicos de debate para guiar a elaboração de um modelo final.

## 2. Escopo do MAIS

O MAIS foi elaborado com o objetivo de servir de modelo para investimentos em startups que estejam em estágios extremamente iniciais (em certos casos denominados de investimentos pré-*seed* ou *seed*) buscando reduzir custos de transação para este tipo de investimento. Isto é, o MAIS foi planejado e considerou necessidades e peculiaridades de um investimento de valor total relativamente baixo em uma startup cujo produto não tenha sido desenvolvido ou até mesmo validado.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Por óbvio, não há uma relação necessária entre um investimento de pequeno valor e investimento em uma startup em estágios muito iniciais. Porém, entendemos que investimentos de pequeno valor tendem a ser em startups em estágios mais iniciais e que o quanto mais inicial o estágio da startup mais difícil será atrair um investimento maior. Afinal, startups em estágios mais iniciais serão mais arriscadas do que startups mais desenvolvidas e, portanto, investidores são menos propensos a arriscar um valor alto no empreendimento ou, de outro modo, precisam realizar vários investimentos pequenos para conseguir garantir retorno em seu portfólio como um todo. Para os fins deste documento e para evitar repetição, estamos assumindo que o valor da rodada de investimento é diretamente proporcional ao estágio de desenvolvimento da startup e vice-versa. Isto é, a menção a um investimento de valor pequeno, deve ser entendida como um investimento pequeno em uma startup em estágio mais inicial (e vice-versa) e a menção a um investimento em uma startup desenvolvida deve ser lido como um investimento de maior valor (e vice-versa).

Esta escolha foi guiada por três motivos principais: (i) este tipo de investimento é o mais desatendido (por bons motivos) por advogados, (ii) este tipo de investimento é o que mais se beneficiaria das vantagens de um modelo otimizado e (iii) este tipo de investimento é o que melhor pode absorver as desvantagens de se ter um modelo.

O primeiro motivo para esta escolha é que entendemos que este tipo de investimento acaba sendo o mais desatendido por advogados. Isto porque, dado o pequeno valor do investimento, o custo de contratar este tipo de assessor pode acabar representando um montante significativo dos recursos que iriam para o empreendimento. Ilustrativamente, um custo de R\$1.000,00 com advogado é muito mais significativo em um investimento de R\$20.000,00 (5% do valor total) do que em um investimento de R\$200.000,00 (0.5% do total). Portanto, quando o valor do investimento é baixo, pode não fazer sentido nem para o advogado nem para o investidor ou empreendedor contratar um assessor jurídico.

A lógica do parágrafo acima não se limita a custos financeiros, o que nos leva ao segundo motivo para a escolha do escopo do MAIS: investimento em startups nos estágios mais iniciais é o tipo de investimento que mais pode aproveitar os benefícios de um modelo como o MAIS (redução de custos de transação). Intuitivamente, é fácil constatar que seria absolutamente ilógico dedicar 20 horas de negociação discutindo se o preço total da compra será R\$5.00 ou R\$6.00 (um benefício de R\$1.00). Evidentemente, este exemplo é esdrúxulo, mas ilustra bem o conceito. De modo mais genérico, o quanto mais relevante uma cláusula de um contrato for (isto é, o quanto mais impactar os benefícios e custos esperados para as partes), mais recursos devem ser empenhados negociando a cláusula. Isto, evidentemente, limitado pelo benefício que as partes esperam retirar da negociação daquela cláusula.

De forma mais técnica e assumindo que tanto o investidor quanto os fundadores querem maximizar o valor que vão conseguir extrair da startup no futuro, o benefício de cada uma das partes pode ser descrito matematicamente como o produto do valor da participação do investidor ou fundador na startup em um evento de liquidez, do valor da startup naquele momento e da probabilidade deste cenário ocorrer.<sup>2</sup> Aplicando a lógica do parágrafo anterior, a estratégia ótima é somente empenhar uma quantidade de recursos na negociação equivalente ao benefício marginal daquela negociação.<sup>3e4</sup>

No contexto de investimento em startups em estágios iniciais, o que acaba ocorrendo é que benefícios em geral tem valor esperado baixo (dada a grande probabilidade de a startup não ser bem-sucedida ou não virar o unicórnio que seus fundadores e investidores torçam para que seja). Porém, os custos deste investimento tendem a não ser tão impactados por incerteza quanto ao futuro (cinco dias negociando um contrato sempre serão cinco dias e qualquer valor investido em assessores é certo). O resultado desta dinâmica é que é muito provável que o custo de qualquer ação (seja tempo, dinheiro ou outro) acabe superando o benefício esperado, tornando economicamente ótimo encurtar ao máximo qualquer negociação para investimentos neste estágio.

É até possível que, se os custos de transação para viabilizar o investimento forem maiores ou próximos ao valor do investimento em si, este tipo de investimento não seja realizado (afinal, não faria sentido pagar R\$20.000,00 para receber um investimento de R\$15.000,00). Isto torna ainda mais relevante reduzir os custos de transação para investimento em startups nos estágios mais iniciais. Além de que, nestes estágios iniciais, a energia dos fundadores é mais bem utilizada quando dedicada em efetivamente desenvolver e validar o produto ao invés de negociando contratos de investimento.

A mesma lógica de custos de transação permite chegar à conclusão de que a economia de custos de transação é menos relevante em investimentos de maior porte. Se, conforme exposto acima, o quanto menor o valor do investimento, maior a importância de reduzir custos de transação, o oposto também pode ser verdade. Isto é, na medida em que o valor da startup e do investimento aumentam, mais provável é que faça sentido empenhar mais recursos negociando um contrato.

O último motivo para esta escolha de escopo é que o investimento em startups nos estágios mais iniciais é o que melhor pode absorver as desvantagens da utilização de um modelo contratual. Qualquer modelo contratual

<sup>2</sup> Para ser mais precisos, o correto seria afirmar que o benefício esperado é o somatório dos produtos de um determinado cenário (por quanto a pessoa está vendendo sua participação em um evento de liquidez) com a chance daquele cenário ocorrer. Ilustrativamente, se há 50% de chance de a startup falir (valor zero), 40% de chance de ser vendida por R\$1.000 e 10% de chance de ser vendida por R\$100.000, o valor esperado desta startup como um todo é R\$10.400.00 ( $0 \cdot 50\% + 1.000 \cdot 40\% + 100.000 \cdot 10\%$ ).

<sup>3</sup> Benefício marginal refere-se ao benefício gerado por alguma ação ou investimento. Por exemplo, uma ação que faz com que a startup passe de um valor esperado de R\$1.000 para R\$1.500 tem um benefício marginal de R\$500. A lógica parece simples, mas rapidamente pode-se tornar complexo quando começamos a lidar com situações em que uma ação não impacta diretamente o valor da coisa, mas sim a probabilidade de determinado cenários acontecerem.

<sup>4</sup> Esta lógica de considerar custos de transação em conjunto com o benefício final remete à teoria da decisão. Vide, por exemplo: Ben-Haim, Yakov. "Doing our best: optimization and the management of risk." *Risk Analysis: An International Journal* 32.8 (2012): 1326-1332.

Vermeule, Adrian. "Three strategies of interpretation." *San Diego L. Rev.* 42 (2005): 607.

opera em um equilíbrio entre simplicidade e agilidade de um lado (redução de custos de transação para usar a linguagem acima) e customização de outro lado. Em outras palavras, o quanto mais simples e direto um modelo for, menos irá cobrir as peculiaridades do caso concreto.<sup>5</sup> Esta desvantagem acaba sendo mais relevante em negócios mais desenvolvidos. Isto porque os investimentos nesses empreendimentos tendem a ser mais complexos.

Esta complexidade decorre de dois fatores distintos. Primeiro, investimentos de maior valor em startups mais desenvolvidas requerem mais customização dada a maior complexidade do negócio subjacente e das premissas utilizadas para calcular o *valuation* do empreendimento.<sup>6</sup> Por outro lado, é comum que o valor do investimento em startups em estágios iniciais está mais relacionado às necessidades de caixa de curto-prazo da investida quando não for um valor arbitrário acordado entre as partes. Esta relativa simplicidade em determinar o valor do investimento (sem necessidade de verificar premissas complexas), reduz muito a necessidade de customização do contrato.

O segundo fator que explica a maior necessidade de customização em contratos de investimento em startups em estágios mais avançados está relacionado à discussão sobre custos de transação acima, só que com os vetores invertidos. Isto é, outra fonte de complexidade em contratos de investimento em startups mais desenvolvidas são os direitos que investidores podem querer para poder influenciar ou monitorar o desenvolvimento da investida, direitos estes que vão variar drasticamente dependendo, entre outros, do tipo de e interesses do investidor, do modelo de negócio da investida e planos futuros de crescimento da investida (tal como *drag-along*, assento em conselho, aprovação de orçamentos etc.). O benefício destes direitos é proporcional ao valor esperado da startup. Ao mesmo tempo, todos estes direitos representam custos de transação para negociar, se não custos diretos para a startup no futuro (por exemplo, dar o direito de um investidor aprovar orçamento anual implica na startup em ter o custo de criar o orçamento e de monitorar que este orçamento está sendo seguido). Isto significa que, tal como pode não ser economicamente ótimo contratar assessores para investimentos de menor porte (vide discussão do segundo motivo acima), pode não ser economicamente ótimo colocar estes direitos na mesa de negociação<sup>7</sup> ou até mesmo de ter esses direitos, mesmo que não precisem ser negociados (caso esses direitos representem custos a startup para operar no futuro).<sup>8</sup> De tal modo, nestes investimentos de menor porte, não ter a customização destes direitos ao investidor tenderá a ter um impacto menor.<sup>9</sup> Por fim, esta mesma dinâmica de custos de transação pode tornar ótima a estratégia de postergar determinadas decisões e definições tal como *valuation* (como será visto abaixo, o MAIS não exige que as partes acordem em um *valuation*, este é decidido com base em rodada de investimento futura).<sup>10</sup>

### 3. Estrutura do MAIS

A presente seção discute alguns dos mecanismos contratuais mais relevantes da presente proposta do MAIS e propositalmente não contém uma análise de todas as cláusulas incluídas. A definição das cláusulas discutidas nesta questão buscou trazer à tona os pontos mais debatidos pelo grupo. Algumas cláusulas incluídas na proposta do MAIS simplesmente não geraram nenhum debate relevante pelo grupo (tal como representações e garantias). Estas cláusulas não foram discutidas nessa seção.

<sup>5</sup> Evidentemente, sempre é possível customizar um modelo contratual, mas isso não elimina a tensão entre usar algo pré-pronto sem incorrer em custos de transação e incorrer em custos de transação e ter algo customizado.

<sup>6</sup> Em um investimento complexo o cálculo do *valuation* a ser utilizado passa por diversas premissas que podem ser verificadas com relativa facilidade pela investida, mas não pelo investidor (tal como contingências judiciais). Estes investimentos, portanto, vão contar com uma série de mecanismos procedimentais (*due diligence* por assessores para verificar veracidade das premissas do *valuation*) e contratuais (as cláusulas de declarações e garantias e de indenização) para verificar e buscar limitar o risco de as premissas não serem verdadeiras.

<sup>7</sup> Negociação não só de ter ou não o direito, mas também em como implementá-lo.

<sup>8</sup> Por preciosismo, seria mais correto afirmar que qualquer direito representará um custo para a startup (que seja um custo esperado caso o direito possa ou não ser exercido), no texto estamos distinguindo entre direitos que exigem um esforço ativo da startup (tal como de manter um conselho ou de elaborar e monitorar um orçamento) de direitos cujos custos podem ou não se materializar no futuro (tal como o custo de uma preferência de liquidação em caso de evento de liquidez ou de uma cláusula de venda forçada/*drag-along*).

<sup>9</sup> Impacto menor em relação ao contrato que seria negociado caso custos de transação fossem desprezíveis quando comparado ao impacto que não ter estes direitos teria em um contrato de investimento em uma startup mais desenvolvida.

<sup>10</sup> Este último ponto tem uma justificação complexa que remete à literatura sobre o uso estratégico/proposital de incompletude e vagueza em contratos. Vide, por exemplo:

Lanius, David S. *Vagueness and Unforeseeability: A Game Theoretical Approach*. Diss. Universiteit van Amsterdam, 1984.

Katz, Avery W. "Contractual incompleteness: A transactional perspective." *Case W. Res. L. Rev.* 56 (2005): 169.

Este último ponto também pode ser abordado por uma lógica de postergar a discussão para permitir que seja atingido um acordo incompleto (que é relacionada a discussão de custos de transação, mas por uma perspectiva diversa):

Sunstein, Cass R. "Incompletely theorized agreements." *Harv. L. Rev.* 108 (1994): 1733.

### 3.1. Estrutura do Contrato<sup>11</sup>

Após muito debate e considerando o escopo do modelo, o MAIS foi estruturado como um contrato preliminar para aumento de capital.<sup>12</sup> Foram consideradas diversas estruturas alternativas, incluindo diversas variações de mútuo conversível e arranjos mais inovadores buscando emular de algum modo bônus de subscrição como existem em sociedades anônimas.<sup>13</sup> Esta escolha considerou, de um lado, as expectativas relacionadas ao propósito do investimento almejado (o que cada parte do MAIS, considerado o escopo, provavelmente esperará do investimento) e, de outro lado, o ordenamento jurídico brasileiro como existia no momento da elaboração do MAIS e as práticas de mercado em investimentos em rodadas posteriores.

A principal expectativa que o MAIS presume é de que o investimento realizado, em regra, será convertido em participação. Isto é, o retorno econômico do investidor, se algum, será por meio da venda da participação que adquirir no futuro. O SAFE possui esta mesma organização estrutural (investidor não recebe seu recurso de volta). Inclusive, um dos pontos negociais relevantes ao realizar um investimento SAFE é definir em que tipo de ativo o investimento será convertido para tornar consciente o acordo de se o investidor SAFE poderá se beneficiar de algum tipo de preferência de liquidez no futuro.<sup>14</sup> Um dos argumentos contra essa preferência de liquidez é, justamente, que o SAFE seria um investimento sem qualquer tipo de garantia de retorno.

Ao mesmo tempo, o investidor não é, no momento da realização do investimento, sócio da startup, não tendo direitos inerentes aos sócios nem qualquer responsabilidade perante a sociedade. De um ponto de vista ideológico, o MAIS busca ser real investimento de risco, sendo que a única diferença entre o MAIS e um aporte direto no capital da sociedade é que nem a startup nem o investidor teriam a pretensão de o investidor se tornar sócio naquele primeiro momento.

Esta falta de pretensão de tornar o investidor sócio está relacionado ao papel dos sócios de um empreendimento em construção. Isto é, é comum que exista uma expectativa de que os sócios no empreendimento nos estágios mais iniciais de desenvolvimento estarão ativamente dedicados ao negócio e serão as pessoas que são o rosto e os principais tomadores de decisões em relação ao empreendimento naquele estágio. Tentando aproximar em termos jurídicos, os sócios nesse estágio são e devem ser todos sócios-administradores. Nem os sócios nem os investidores querem que os investidores assumam esse papel de administradores. Evidentemente, sociedades limitadas não precisam necessariamente que todos os sócios sejam administradores, mas isso significa

<sup>11</sup> O texto da introdução desta seção busca somente explicar as discussões e o raciocínio utilizado para definição da estrutura do MAIS e não objetiva ser uma fonte acadêmica sobre as temáticas societárias e tributárias subjacentes, de modo que propositalmente evita-se incluir referências bibliográficas. O motivo desta escolha é que sobre os temas expostos ou não há controvérsia razoável nenhuma (exemplo: atualmente sociedades limitadas não podem emitir bônus de subscrição; não sendo necessária citação acadêmica) ou não há ainda muita incerteza jurídica de forma que a citação de artigos acabaria exigindo um posicionamento no debate (que não é escopo do trabalho) e/ou exigiria esforço de apresentar com complete os argumentos e nuances de cada debate (que também foge do escopo do trabalho). A escolha da estrutura para o MAIS considerou no detalhe -mas de um ponto de vista exclusivamente prático- os riscos associados a estas incertezas jurídicas, embora não necessariamente detalhadas no texto, e a estrutura do MAIS foi pensada para minimizar estes riscos. Vide, por exemplo a nota de rodapé 12.

<sup>12</sup> Não usamos o termo Adiantamento para Futuro Aumento de Capital (AFAC) propositalmente para deixar claro como o contrato se encaixa no ordenamento jurídico/Código Civil. Isto porque há posicionamentos de que um AFAC poderia ser juridicamente um mútuo e não um contrato preliminar para aumento de capital. Ao usar a linguagem direta do Código Civil busca-se prevenir esta discussão ou qualquer outra discussão semelhante. Essa discussão é comum no contexto da tributação de AFAC.

<sup>13</sup> O MAIS parte da premissa que a startup investida estará organizada como uma sociedade limitada. Evidentemente, não há qualquer vedação jurídica para que uma startup seja organizada como uma sociedade anônima ou algum outro tipo societário. Contudo, o que se observa na prática é que esta é a forma jurídica adotada na maioria dos casos. Foi necessário partir da premissa da forma jurídica em que a startup estaria organizada pois há diferenças relevantes nas regras aplicáveis a depender da forma societária escolhida (se sequer foi constituída uma sociedade). Por exemplo, se a startup não foi incorporada, potencialmente seria necessário contratar com os futuros sócios diretamente e seria necessário uma série de salvaguardas contratuais. Se a sociedade foi incorporada como uma Sociedade Anônima, esta poderia emitir bônus de subscrição, opção não disponível a sociedades limitadas. Por outro lado, sociedades anônimas não podem optar serem tributadas pelo SIMPLES, o que pode ser decisivo para a viabilidade financeira da startup em estágio de desenvolvimento. O tratamento do ágio na capitalização de sociedades limitadas e anônimas também é diferente (tema discutido no texto). Sociedades em cota de participação talvez oferecessem mecanismos interessantes sob uma perspectiva intelectual (e.g. uma SCP tendo a startup sociedade limitada como sócio ostensivo e os investidores como sócios ocultos, por exemplo), mas potencialmente submeteria as partes do MAIS a incertezas jurídicas e dificuldades em captar rodadas subsequentes dado a relativa raridade destas estruturas.

<sup>14</sup> Nos Estados Unidos é relativamente comum que cada rodada de investimento direto em participação seja realizada por meio da criação e da emissão de uma nova classe de ação preferencial que dá ao investidor uma preferência em caso de evento de liquidez de um montante equivalente ao valor pago pela ação (ou, em rodadas mais avançadas, um múltiplo deste valor). O efeito desta cláusula é reduzir o valor que será recebido pelas ações ordinárias em caso de a startup ser vendida por um *valuation* que não cubra essa preferência em evento de liquidez. Se o investimento SAFE é convertido em alguma dessas classes de ação preferencial, o investidor SAFE estará se beneficiando do benefício principal do SAFE (isto é, converter em participação com um desconto de *valuation* ou com uma conversão com teto de *valuation* para fins de conversão) e também desta “semi-garantia de retorno” mesmo sem ter efetivamente aportado o recurso correspondente. Uma das alternativas utilizadas no caso do SAFE é criar uma classe diferente de ação preferencial para o SAFE que é idêntica à classe de ação preferencial da rodada subsequente exceto pelos valores que variam de acordo com o preço de emissão (preferência de liquidez e outros). Vide, por exemplo, pergunta B.1 no Q&A em: YCombinator, “Post-Money Safe User Guide” Disponível em: <https://www.ycombinator.com/assets/ycdc/Primer%20for%20post-money%20safe%20v1.1-2af8129e12effd9638eeab383b7309142c8f415e5cdb0bc210d573f779177a1c.pdf>. Último acesso em: 07 de novembro de 2022.

criar uma estrutura burocrática e potencialmente implementar uma série de ajustes no contrato social da sociedade. Tais estruturas podem ser desnecessariamente custosas para o empreendimento naquele estágio e correm o risco de engessar sua gestão.<sup>15</sup> Ainda, por motivos tributários, não se reconhece o ágio em sociedades limitadas e não é possível que quotas sejam emitidas sem valor nominal, o que significa que qualquer valor aportado acima do valor nominal da quota será tributado de algum modo<sup>16</sup> ou causará uma diluição dos fundadores.

Qualquer das estruturas potenciais poderia ser adaptada para cumprir a expectativa acima, algumas com um pouco mais de dificuldade. Este é o caso do mútuo conversível. Em essência, o problema pode ser descrito como um mútuo conversível não pode deixar de ser um mútuo.

Pela definição do Código Civil, 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.*”<sup>17</sup> Isto significa que, em um contrato de mútuo no qual o mutuário recebe dinheiro, o estado normal das coisas é o pagamento em dinheiro do recurso recebido na maturidade. A possibilidade de conversão no mútuo conversível afasta esta obrigação de pagamento em dinheiro dentro das hipóteses em que a dívida é convertida em participação societária. Contudo, este afastamento da obrigação de pagar em dinheiro não pode ser absoluto; é necessário que juridicamente exista a possibilidade de que a dívida seja paga em dinheiro, sob pena de a transação não mais ser um mútuo.

Em uma relação de investimento em que o acordado entre o investidor e investida é que a startup não terá a obrigação de pagar o investidor em dinheiro, é importante estruturar o contrato do mútuo conversível de modo a compatibilizar esse acordo das partes e a definição jurídica de mútuo. Embora existam soluções,<sup>18</sup> nenhuma conseguirá escapar do fato de que o mútuo por definição precisa ser estruturado como um empréstimo/prever pagamento em dinheiro. Mesmo que esta obrigação acabe sendo quase completamente afastada quando as partes são bem assessoradas, a necessidade desta estrutura de pagamento pode ter o efeito de influenciar a percepção “emocional” das partes em relação ao contrato e, conseqüentemente, influenciar a expectativa das partes e a percepção do que é “justo” dentro do contrato caso este contrato eventualmente tenha que ser rediscutido para dirimir ambigüidade.

A utilização de um mútuo torna necessário definir de algum modo os demais termos essenciais do mútuo (juros e maturidade), o que cria a necessidade de mais mecanismos contratuais para adaptar a estrutura do contrato à intenção das partes, tornando o contrato mais complexo. Isto ocorre porque o Código Civil possui artigos que criam presunções sobre estes termos no mútuo cujo contrato seja silente sobre os demais termos essenciais do mútuo.<sup>19</sup> Estas regras, contudo, somente criam presunção de que há um termo e de que há juros sem especificá-los, de modo que caberá a um juiz decidir a questão caso as partes não entrem em acordo. Esta insegurança opera em desfavor de todos os envolvidos.<sup>20</sup>

<sup>15</sup> Adicionalmente, a presença do investidor como sócio pode expô-lo a certos riscos jurídicos (desconsideração da personalidade da sociedade para atingir o patrimônio do investidor para satisfazer credores trabalhistas ou em conexão a outras áreas do direito em que tal desconsideração não depende de qualquer tipo de fraude ou confusão patrimonial por parte do sócio afetado). O investidor, se sujeito a este tipo de exposição, estaria agindo de modo absolutamente racional ao buscar mais informação e a ter mais ingerência sobre a startup. Estas demandas, de modo semelhante a criação de estruturas para segregar o papel do sócio-administrador, sujeita a startup a custos organizacionais que podem vir a atrapalhar seu desenvolvimento e engessar a gestão. Por fim, podem existir motivos tributários para que o investidor não se torne sócio, relacionados principalmente às regras para definir que sociedades podem optar pelo SIMPLES, que é um regime quase que necessário para a viabilidade financeira de startups enquanto em estágio de desenvolvimento.

<sup>16</sup> O valor do ágio é considerado receita da sociedade limitada. A alternativa para tentar evitar essa tributação é integralizar quotas todas em benefício dos demais sócios. Isto, contudo, será uma doação do valor integralizado pelos demais sócios, o que também será tributado. Além de ser burocraticamente mais complexo.

<sup>17</sup> Código Civil – Art. 586. 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.

<sup>18</sup> Não é escopo deste trabalho discutir os potenciais arranjos para que a startup não tenha obrigação de pagamento em dinheiro. A título de exemplo, vê-se no mercado principalmente duas abordagens. Uma relega o pagamento em dinheiro somente aos casos de vencimento antecipado e, na maturidade do mútuo, a dívida é convertida automaticamente. Outra abordagem é, dentro do mútuo, permitir que tanto a mutuária quanto a mutuante obriguem a conversão da dívida na maturidade do contrato. Estas duas abordagens também podem ser combinadas (*i.e.*, em caso de vencimento antecipado, a mutuária não poderá obrigar a conversão).

<sup>19</sup> Art. 591. Destinando-se o mútuo a fins econômicos, presumem-se devidos juros, os quais, sob pena de redução, não poderão exceder a taxa a que se refere o art. 406, permitida a capitalização anual.

Art. 592. Não se tendo convencionado expressamente, o prazo do mútuo será:

I - até a próxima colheita, se o mútuo for de produtos agrícolas, assim para o consumo, como para sementeira;

II - de trinta dias, pelo menos, se for de dinheiro;

III - do espaço de tempo que declarar o mutuante, se for de qualquer outra coisa fungível.

<sup>20</sup> Por exemplo, se o mútuo conversível for silente sobre sua maturidade, a mutuária poderá tentar se negar a pagar argumentando que não ocorreu o vencimento e o mutuante poderá tentar executar o mútuo em qualquer momento após 30 dias. Ambos estes casos são resolvidos simplesmente estabelecendo uma maturidade no contrato. Uma solução utilizada na prática de mútuos conversíveis para investimento em startup é incluir uma maturidade relativamente longa e permitir que seja postergada. Isto, contudo, cria a necessidade de estabelecer hipóteses de conversão antes da maturidade (por exemplo, em caso de venda de controle). Ao mesmo tempo, também há uma necessidade de incluir vedação ao pagamento antecipado (para evitar que o pagamento sem que seja possibilitada a conversão). Ambos os mecanismos aumentam a complexidade contratual.

Considerado o anterior e a necessidade de minimizar a complexidade contratual, foi considerado que a melhor alternativa seria utilizar a estrutura jurídica para o MAIS que mais se aproximasse sem necessidade de adaptações da intenção presumida do investimento que é escopo do MAIS (isto é, da intenção das partes de que, em condições normais, o investimento seja convertido em participação societária em momento futuro).

Na Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404/1976), existe a figura do bônus de subscrição. Bônus de subscrição nada mais são do que um direito (negociável) de subscrever ações dentro das condições estabelecidas no bônus de subscrição.<sup>21</sup> É possível dizer também que bônus de subscrição operam como opções de compra de ação exercíveis contra o emissor. A Companhia pode receber aportes em conexão com bônus de subscrição em dois momentos distintos: na emissão do bônus e na integralização da ação. Contudo, não é necessário que receba recursos em ambos estes momentos.<sup>22</sup> Ainda, a conversão em ação vira uma opção do detentor do título, mas este detentor não possuirá, em regra, o direito de receber de volta os valores entregues ao emissor para receber o bônus de subscrição.

Vistas estas características e a flexibilidade permitida pela lei para definir praticamente todas as condições relativas ao bônus de subscrição, este seria o veículo ideal para viabilizar o investimento em startups. Seria se fosse permitido que sociedades limitadas emitissem bônus de subscrição.<sup>23</sup> Não há um equivalente direto a bônus de subscrição em sociedades limitadas, mas também não existe nenhuma proibição legal que impeça a estruturação de um contrato atípico.

Foram consideradas diversas possibilidades para concretizar um investimento em participação que somente seja convertido em participação societária em momento futuro. Foram consideradas várias alternativas. Em resumo, todas estas alternativas, exceto o contrato preliminar de futuro aumento de capital, exigem mecanismos desnecessariamente complexos ou apresentam ineficiências tributárias relevantes.

Uma das estruturas consideradas foi estruturar o investimento como uma opção de compra exercível contra sócios com obrigação de aporte dos recursos para a sociedade. O principal problema desta alternativa em relação à complexidade contratual é que exige mecanismos para garantir o aporte na sociedade pelos sócios (o que, necessariamente, é mais complexo do que o investidor aportar diretamente o recurso). Há ainda uma necessidade de mecanismos para garantir que o(s) sócio(s) dando a opção possuam participação suficiente para entregar ao investidor no momento do exercício da opção para evitar que execução específica não seja possível em termos práticos (o sócio não pode entregar participação que não detém e a obrigação, sem mecanismos contratuais adicionais, é exercível somente contra esse sócio). De um ponto de vista tributário, esta alternativa expõe o(s) sócio(s) que outorgarem a opção a ônus tributário direto em caso de a opção não ser exercida.<sup>24</sup>

A adaptação óbvia desta alternativa é transformar a opção de compra em uma opção de subscrição.<sup>25</sup> Esta adaptação elimina a necessidade de mecanismos tanto para garantir o aporte dos recursos na sociedade quanto para garantir que existam as ações para ser adquiridas (afinal, a participação será subscrita no exercício). Esta alternativa também evita que o ônus tributário em caso de não-exercício seja alocado com os sócios em oposição a sociedade. O problema desta alternativa é que acaba criando complexidade pelos dois momentos distintos de aporte (na emissão da opção e no exercício), exigindo que seja aportado recurso adicional no exercício, mas sem propiciar qualquer vantagem efetiva.<sup>26</sup> A solução, portanto, é definir que o aporte ocorrerá somente no momento do contrato.

<sup>21</sup> Lei das Sociedades por Ações. Art. 75. A companhia poderá emitir, dentro do limite de aumento de capital autorizado no estatuto (artigo 168), títulos negociáveis denominados “Bônus de Subscrição”.

Parágrafo único. Os bônus de subscrição conferirão aos seus titulares, nas condições constantes do certificado, direito de subscrever ações do capital social, que será exercido mediante apresentação do título à companhia e pagamento do preço de emissão das ações.

<sup>22</sup> Embora, tecnicamente, seja necessário receber um aporte no momento da subscrição da ação, esse recebimento pode ocorrer por operação contábil (movendo parte da conta de reserva criada na ocasião da emissão do bônus para a conta de capital integralizado).

<sup>23</sup> Como discutido acima, parte-se da premissa que a startup está organizada como sociedade limitada. Vide nota de rodapé 13.

<sup>24</sup> Esta consequência não é possível de evitar em nenhuma alternativa (inclusive mútuo conversível), mas o reconhecimento de receita em caso de o investimento não ser convertido deveria ser absorvido pela sociedade e não pelos sócios diretamente.

<sup>25</sup> Aqui faz-se uma diferença entre opção e contrato preliminar para aumento de capital no sentido de que se parte da premissa que uma opção há pagamentos em dois momentos distintos (para adquirir a opção e para exercer a opção), enquanto no contrato preliminar para aumento de capital o aporte somente seria realizado na assinatura do contrato. Esta diferenciação é artificial e não há nada conceitual propriamente tanto em opções ou contratos preliminares que crie esta distinção. Contudo, essa distinção é útil para os fins deste trabalho para evitar que seja necessário especificar quando o texto se refere ao contrato com aporte em somente um momento ou em ambos toda vez que o contrato for mencionado. Ainda, entende-se que, embora conceitualmente não essa diferenciação não seja necessária, a noção de pagamentos separados para adquirir e ao exercer (*strike*) já está mais associada a uma opção dada a utilização destes instrumentos em mercados de capitais.

<sup>26</sup> Caso a separação de um preço para adquirir a opção e outro para exercício fosse suficiente para evitar o reconhecimento de receita sobre alguma parte do aporte, essa alternativa seria muito benéfica pois evitaria a necessidade de transformar a sociedade limitada em S.A. e, conseqüentemente, possibilitaria que a startup continuasse optando pelo SIMPLES por mais tempo. Isto é, em sociedade limitada, o ágio na integralização é tributado receita. Definindo que o preço de exercício seria o valor nominal da quota, evitar-se-ia o ágio no sentido de serem aportados no momento da integralização mais recursos do que o valor nominal, mas ou o valor contribuído para adquirir a opção seria

O outro fator relacionado à vontade das partes que o MAIS presume é de que a participação em que será convertida o investimento é determinável e não determinada. Isto é, não será possível determinar no momento da contratação a quantidade de ações a serem recebidas pelo investidor na ocasião da contratação. Este mecanismo é inspirado no SAFE, que também não coloca de modo determinado a participação que será recebida pelo investidor. A vantagem deste mecanismo é que permite agilizar a negociação contratual uma vez que não será necessário negociar um *valuation* para a conversão, diminuindo custos de transação.<sup>27</sup> Considera-se que esta decisão é a mais acertada para o investimento em startups nos estágios mais iniciais de desenvolvimento, uma vez que as metodologias de *valuation* são pouco capazes de capturar o real valor do negócio neste estágio.<sup>28</sup> Em efeito, o MAIS acaba por utilizar o *valuation* determinado em rodada de investimento futura para parametrizar a conversão. Para mais detalhes sobre como o MAIS utiliza este mecanismo, vide Seção 3.2.1.

Considerando as duas características que o contrato do MAIS deve ter para melhor se adequar à vontade (presumida) das partes descritas acima (isto é, (a) o investidor aporta recursos em momento inicial com a intenção de se tornar sócio somente em momento futuro e (b) detendo uma participação ou quantidade de ações que somente poderá ser determinada no futuro), entende-se que a forma correta de classificar juridicamente esta relação é como um contrato preliminar para aumento de capital.

O direito brasileiro reconhece que contratos preliminares são negócios jurídicos completos (são executáveis). Para serem contratos preliminares efetivos, os contratos preliminares devem conter todos os requisitos essenciais do contrato final, exceto pela forma adequada.<sup>29</sup> Isto é, o contrato deve ter partes capazes, objeto lícito e determinado ou determinável, mas não precisa observar a forma prescrita em lei.<sup>30</sup> A grande vantagem de contratos preliminares não está na dispensa da forma prescrita em lei, mas sim em permitir mais liberdade para utilizar objetos determináveis (em oposição a um objeto determinado).<sup>31</sup> De um ponto de vista de intenção das partes, também é possível argumentar que contratos preliminares de distinguem no tocante à intenção das partes de o contrato querem se vincular na celebração do contrato preliminar mas que o contrato somente tome efeito no futuro mediante a celebração de contrato que acabará tendo caráter meramente formal (isto é, de seguir a forma prescrita em lei).

Neste sentido, não há como não ver a estrutura contratual descrita acima (aporte presente para conversão no futuro) como qualquer coisa que não um contrato preliminar para aumento de capital. Isto porque, de um ponto de vista de intenção, as partes possuem a intenção de que o efeito principal do contrato ocorra somente no futuro, mas ambas querem se vincular naquele momento. O motivo econômico disto é que o investimento é necessário naquele momento, mas a negociação seria desnecessariamente custosa sem que fosse postergada.<sup>32</sup> De um ponto

---

considerado esse ágio ou seria considerado receita no momento do recebimento inicial (o que seria ainda pior para a startup). Lembra-se que uma das principais tensões societárias e tributárias do investimento em startups em desenvolvimento é a transformação da sociedade limitada em S.A. Se de um lado a sociedade limitada pode optar por tributação dentro do SIMPLES, não pode reconhecer ágio na integralização. A S.A. observa o reverso. Em estágios de desenvolvimento iniciais o SIMPLES é de extrema importância para a saúde financeira da startup, esta relevância diminui a medida em que a startup cresce. A solução do mercado para esta tensão é somente converter o investimento em participação efetivamente na ocasião da transformação da sociedade em S.A, permitindo que a startup se beneficie de cada tipo societário pelo maior tempo possível.

<sup>27</sup> Vide discussão na nota de rodapé 10.

<sup>28</sup> De modo genérico, é possível dividir metodologias de *valuation* entre metodologias baseadas no valor dos ativos da empresa (isto é, quanto valem componentes da empresa no mercado; por exemplo, valor contábil dos ativos ou valor de mercado dos ativos), metodologias baseadas no valor prospectivo da startup e metodologias baseadas em comparáveis. Não há propriamente uma metodologia correta, devem ser consideradas as circunstâncias do caso concreto. Metodologias com base em ativos são úteis para ou um empreendimento com diversos ativos ou que não tem perspectiva de rentabilidade no futuro (e.g., uma empresa que faliu e está sendo vendida para satisfazer credores falimentares). Startups em estágios iniciais provavelmente não terão qualquer ativo relevante e, mais que isso, o valor do empreendimento está baseado na perspectiva futura. Metodologias com base em comparáveis também não são úteis para startups em estágios muito iniciais uma vez que não há propriamente comparáveis e que, em última instância, metodologias com base em comparáveis somente fazem sentido se algum outro tipo de metodologia poderia ser útil (se a metodologia usada nos comparáveis não é correta, somente estaria importando o erro). Por fim, metodologias baseadas no valor prospectivo (por exemplo, fluxo de caixa descontado) dependem de o registro histórico ser uma boa aproximação do futuro. Isto é, usa-se o passado para tentar estimar o futuro. Em startups sem histórico operacional e com grande incerteza sobre o futuro, o histórico não é um bom preditor do futuro (se é que há qualquer histórico). O que se observa na prática é que entidades que investem em startups em estágios muito iniciais normalmente possuem algum tipo de tabela ou prática fixa que depende pouco ou nada do modelo da startup em si (por exemplo, é comum que aceleradoras tenham a prática de aportar sempre um mesmo valor em troca de um mesmo percentual de participação, independentemente da startup que está sendo acelerada).

Vide: Parrino, Roberto. “Choosing the right valuation approach.” *Valuation Techniques*, Hoboken (2013): 259-278.

<sup>29</sup> Código Civil. Art. 462. O contrato preliminar, exceto quanto à forma, deve conter todos os requisitos essenciais ao contrato a ser celebrado. Art. 463. Concluído o contrato preliminar, com observância do disposto no artigo antecedente, e desde que dele não conste cláusula de arrendimento, qualquer das partes terá o direito de exigir a celebração do definitivo, assinando prazo à outra para que o efetive.

<sup>30</sup> Código Civil. Art. 104. A validade do negócio jurídico requer:

I - agente capaz;  
II - objeto lícito, possível, determinado ou determinável;  
III - forma prescrita ou não defesa em lei.

<sup>31</sup> Foge do escopo do trabalho a discussão teórica sobre a definição de contratos preliminares e não-preliminares e da relação destes conceitos com objetos determináveis.

<sup>32</sup> Vide “Escopo do MAIS” acima.

de vista de objeto contratual, a participação a ser adquirida somente poderá ser determinada no momento da rodada de captação futura (este é o mecanismo de postergação contratual que permite que o acordo de realizar o investimento seja atingido na celebração do MAIS mas sem que as partes acordem em um *valuation* específico). De um ponto de vista de forma, o aumento de capital de uma sociedade limitada precisa ocorrer mediante aprovação em reunião de sócios. O contrato vislumbrado neste caso não está observando a forma prescrita em lei, nem teria como observar dado que a participação a ser recebida pelo investidor ainda não pode ser determinada. Contudo, as partes querem que o contrato seja vinculante. A solução oferecida pelo ordenamento jurídico brasileiro neste caso é o contrato preliminar.

### 3.2. Cláusulas e Mecanismos Contratuais

Esta seção explora as considerações conceituais acerca dos mecanismos e definições incluídos no MAIS, servindo como registro dos motivos que levaram às principais decisões de conteúdo da proposta do MAIS. O princípio norteador, em todo caso, foi o escopo do MAIS descrito acima. Isto é, o modelo proposto foi elaborado para ser utilizado para investimentos de porte menor em startups em estágios muito iniciais.

Esta seção também pode (e deve) ser utilizada para auxiliar a adaptação do MAIS se vier a ser utilizado para investimentos mais complexos do que os vislumbrados no escopo do MAIS descrito acima. A proposta da MAIS que acompanha este documento já contém notas de rodapé explicativas bem como carta introdutória, porém estas notas e explicações apenas guiam a utilização do modelo como apresentado e propositalmente não contemplam alternativas em adição às já contidas no modelo ou potenciais mecanismos contratuais adicionais. O motivo desta separação é que a proposta de MAIS foi elaborada para, dentro do escopo pretendido, ser utilizada sem necessidade de consulta a qualquer outro material, com a menor quantidade de ajustes possíveis e com discussões comerciais limitadas exclusivamente às alavancas incluídas na proposta.

Evidentemente, o modelo pode ser utilizado como base para investimentos mais complexos, mas -justamente por serem mais complexos- alguns mecanismos contratuais que não estão na proposta do MAIS podem ser úteis ou recomendáveis. Alguns destes pontos podem ter sido discutidos e considerados ao redigir o modelo e esta discussão pode estar contemplada nesta seção.

Por fim, esta seção pode servir de fonte de consulta em caso de divergências interpretativas sobre algum investimento que venha a ser feito com base no MAIS.

#### 3.2.1. Benefício para o Investidor MAIS – Postergando o *valuation*

Conforme discutido acima, a estrutura do MAIS presume que a intenção das partes é a realização de um investimento que somente será transformado em participação societária no futuro. Um dos principais motivos para esta presunção é que a startup não está madura o suficiente para que seja possível determinar um *valuation* que reflita corretamente o valor da startup.<sup>33</sup> A forma de lidar com esta complexidade é postergando a decisão para o futuro. Inspirado no SAFE, esta postergação proposital é feita utilizando o *valuation* da primeira rodada de investimento com *valuation* definido, venda de controle ou evento de liquidez subsequente para parametrizar o *valuation* a ser utilizado na conversão. Não é utilizado o mesmo *valuation*, aplica-se sobre esse *valuation* algum tipo de benefício que busca contemplar a valor adicional de o investidor MAIS ter aportado os recursos antes do evento de conversão.

Há duas principais formas de efetivar este prêmio para o investidor MAIS. A primeira é por meio de um desconto de *valuation*. Isto é, o investimento mais converterá com base em um *valuation* correspondente a determinado percentual do *valuation* da rodada subsequente. A principal vantagem do desconto é que não exige qualquer tipo de parametrização do *valuation* da startup no futuro, o que potencialmente diminui custos de transação para negociar o investimento. Ainda, o desconto protege o investidor contra rodadas de *valuation* menores do que as expectativas (já que o desconto garante que o investidor sempre terá um benefício na conversão). A desvantagem desta abordagem é que não permite uma estimativa da participação que os investidores MAIS teriam no momento da conversão. Isto, como se observa na prática do SAFE, acaba tornando descontos muitos generosos frequentes, resultando em uma diluição excessiva dos fundadores e representação exagerada dos investidores SAFE, o que cria certa tensão para maximizar o *valuation* (investidores subsequentes podem estar reticentes em investir em uma startup em que os fundadores já estão muito diluídos).

A outra potencial abordagem para “premiar” o investimento anterior do investidor MAIS é utilizando um teto de *valuation* (*valuation cap*). Isto significa que, se o *valuation* da rodada subsequente for menor do que o teto, a conversão do MAIS seria pelo mesmo *valuation* da rodada subsequente. Contudo, se a rodada posterior for por um *valuation* maior do que o teto, a conversão do MAIS seria pelo teto de *valuation*.

---

<sup>33</sup> Vide nota de rodapé **Error! Bookmark not defined.**

A vantagem de utilizar um teto de *valuation* é que a conversão futura acaba sendo mais fácil de parametrizar uma vez que obriga os fundadores e investidores a discutir expectativa de *valuation* em rodada futura para definir o teto. Por outro lado, ao contrário do desconto, o teto de conversão não dá aos investidores uma proteção contra uma rodada com *valuation* menor do que o teto/esperado.

Há ainda duas formas de implementar um teto de *valuation*: utilizando o *valuation pre-money* (sem considerar os recursos que estão entrando na rodada de investimento para o *valuation*) ou *post-money* (considerando os recursos que estão entrando na rodada de investimento para o *valuation*).<sup>34</sup> Em outros termos, a distinção conceitual é de se o investidor MAIS deveria ou não ser diluído pela rodada subsequente (caso o *valuation* da rodada subsequente seja maior do que o teto).

Se é utilizado *pre-money valuation*, o investidor será diluído na rodada subsequente, uma vez que a depender do valor da captação subsequente, sua participação final será diferente. O mérito desta abordagem é que a diluição da rodada subsequente é compartilhada entre os fundadores e investidores MAIS. Contudo, além da incerteza gerada (uma vez que não é possível saber de antemão o *valuation* de conversão sem ter certeza do valor da rodada), o investidor MAIS também pode ficar exposto a comportamento oportunista dos fundadores a depender de como lidar com outros investimentos MAIS (assumindo que seria utilizada a mesma regra do modelo de *pre-money* do SAFE, um investidor MAIS diluiria os demais). O argumento para permitir esta diluição é de que os fundadores estão captando o recurso por um MAIS subsequente porque é necessário obter o recurso para maximizar o valor da empresa e há incentivos para os fundadores não abusarem desta prerrogativa já que seriam diluídos também. Ainda, na prática do SAFE, observou-se que a utilização de teto *pre-money* gerava confusão entre os fundadores e investidores quanto ao conceito.

Ao utilizar *post-money valuation*, o investidor MAIS tem certeza desde o momento da assinatura do MAIS do percentual de participação que terá na conversão em caso de uma rodada de investimento subsequente acima do teto. Embora exista a possibilidade de uma conversão abaixo do teto, este cenário acaba sendo menos relevante na prática se o teto tiver sido bem estabelecido e considerando que os fundadores e investidores MAIS desejam que o *valuation* da rodada subsequente passe do teto. Isto é, assumindo que o teto é uma expectativa razoável do *valuation* da rodada subsequente, a rodada subsequente não atingir o teto implica que a startup está progredindo aquém das expectativas o que justificaria uma conversão mais favorável para o investidor MAIS (para compensar o fato de que o risco assumido é maior).

Comparando todas as abordagens entre si, não é possível dizer que uma é em definitivo mais adequada do que as demais em abstrato. Para fins do escopo do MAIS, dois fatores foram salientes para a análise. De um lado, em favor de utilizar desconto de *valuation*, o argumento principal foi de que não seria necessário qualquer tipo de estimativa para *valuation* futuro ou tentativa de parametrizar. Por outro lado, o argumento principal em favor de utilizar um teto de *valuation post-money* foi de que esta metodologia é a que permite a maior previsibilidade para a startup da *cap table*. Ao analisar as desvantagens de cada modelo, a preocupação com o desconto foi de que acabaria sendo muito fácil na prática uma *startup* acabar com uma representação exagerada de investidores e dificultando investimentos futuros. A preocupação saliente com teto *post-money* foi de que exigiria parametrizar o teto para chegar em algum tipo de *valuation*, o que poderia criar complexidade excessiva na negociação.

A ponderação do grupo foi de que a desvantagem de ter que parametrizar o *valuation* no teto *post-money* não seria muito relevante na prática uma vez que é comum que qualquer tipo de negociação de investimento acabe ocorrendo uma discussão sobre expectativa de *valuation* futuro e a expectativa foi de que isso continuaria ocorrendo mesmo usando um desconto de *valuation* em função da tentativa de estimar o *cap table* futuro para definir o valor do desconto. Isto, além de que há formas de guiar a parametrização do teto de *valuation* sem exigir um exercício de *valuation*. Por outro lado, o grupo ponderou que a previsibilidade do *cap table* de modo intuitivo seria extremamente relevante para evitar representação exagerada do investidor MAIS.

Sendo assim, optou-se por incluir como formulação padrão do MAIS a conversão utilizando teto com *post-money valuation* com um ajuste em relação ao SAFE. Utiliza-se a linguagem de percentual inicial de conversão ao invés da linguagem de teto de *valuation* uma vez que se entendeu que definir um percentual seria mais intuitivo e que qualquer pessoa que teria a sofisticação para definir um teto de *valuation* seria capaz de realizar a aritmética simples para converter esse teto para o percentual mínimo de conversão.

<sup>34</sup> Tecnicamente, esta distinção acaba sendo necessária também utilizando desconto de *valuation*. Contudo, na prática não se utiliza *post-money* para calcular o desconto porque isso significaria que o valor econômico da participação convertida do investidor ficaria mais ou menos estático, eliminando a chance de o investidor receber um benefício econômico grande na conversão em caso de uma rodada subsequente com *valuation* muito alto. Isto pode ser verificado matematicamente. Assumindo, por exemplo, um investimento de R\$500,000.00 com desconto de 20% no *post-money valuation*, o valor econômico da participação final será sempre de R\$625,000.00. A fórmula matemática que descreve o valor econômico na conversão de um investimento convertido com desconto de *valuation post-money* é o valor do investimento a ser convertido dividido por 1 menos a taxa de desconto (no exemplo acima R\$500,000.00 dividido por 0.8).

### 3.2.1. Em que o MAIS converte

Outro ponto relevante da estrutura econômica do MAIS é o tipo de ação em que o aporte converte, isto é, se o investidor MAIS deve após a conversão ter os mesmos direitos do investidor subsequente (sejam estes direitos dados por meio de uma ação preferencial ou por meio de um acordo de acionistas) ou se deve necessariamente receber ações ordinárias e sem qualquer direito além daqueles oferecidos pela lei. Foram considerados dois grupos de argumentos: um que considera que os direitos políticos e econômicos dados ao investidor subsequente como parte integral do cálculo do *valuation* na rodada subsequente e um grupo que considera os direitos dados ao investidor subsequente como uma negociação apartada que não influencia diretamente no *valuation*.

Considerando que o *valuation* da rodada subsequente considera também os direitos econômicos e políticos oferecidos ao investidor da rodada subsequente (isto é, o quanto mais direitos, maior o *valuation* que o investidor estaria disposto a pagar), há um argumento de que seria injusto que o investidor MAIS não recebesse direitos equivalentes, já que (por definição) não seria possível isolar o *valuation* subsequente dos direitos dados ao investidor subsequente e este *valuation* estaria afetando o investidor MAIS. Por outro lado, o investidor MAIS se beneficia diretamente de um *valuation* maior (o valor econômico de sua participação após conversão aumenta independentemente do modelo de conversão escolhido), de modo que o investidor MAIS estaria se beneficiando duplamente (tanto do prêmio ao converter quanto dos direitos).

Considerando os direitos como separados do *valuation*, pode-se argumentar que o benefício a ser obtido pelo investidor MAIS deveria ser o desconto ou o teto de *valuation* aplicado na conversão e só. Isto é, o *valuation* seria calculado com base na perspectiva econômica da startup e os direitos dados ao investidor subsequente são apenas uma forma de induzi-lo a realizar o investimento ou, principalmente no caso de preferência de liquidação e direitos semelhantes, uma forma de os fundadores sinalizarem que confiam no *valuation* maior. O contraponto deste argumento é se espera que o investidor MAIS tenha um percentual pequeno da startup pós-conversão e que deixá-lo somente com ações ordinárias sem direitos adicionais poderia expô-lo a um risco excessivo de abuso e diminuiria excessivamente seu poder nas decisões da startup. Isto é particularmente relevante em um contexto em que os demais acionistas ou, no caso do investidor subsequente, são protegidos pelos direitos de suas ações preferenciais ou acordo de acionistas ou, no caso dos fundadores, têm um percentual relevante da sociedade.

Ponderando todos os argumentos acima, o grupo considerou relevante evitar que o investidor MAIS fique desprotegido. Sendo assim, o modelo proposto contempla a conversão do MAIS no mesmo tipo de ação recebido pelo investidor subsequente com algumas nuances. Primeiramente, seguindo o modelo do SAFE, em caso de o preço de subscrição por ação na conversão for menor do que o preço de subscrição pago pelo investidor subsequente, qualquer direito de liquidez, preferência por dividendo ou outro direito que seja modulado de acordo com o preço de subscrição pago pelo investidor subsequente será modulado, para o investidor SAFE, com base no preço de subscrição aplicado na conversão. Por exemplo, se no investimento subsequente a ação preferencial que o investidor recebe tem um direito de preferência em caso de evento de liquidez equivalente a duas vezes o preço de subscrição da ação preferencial, o investidor MAIS receberia também uma ação preferencial com este mesmo direito de preferência de liquidez, porém o valor do direito seria de duas vezes o preço de subscrição pago pelo investidor MAIS. Numericamente, imagine que o investidor subsequente adquiriu as ações a um preço de R\$1,00 por ação e que o investidor MAIS converteu com 20% de desconto, isto é, pagou R\$0,80 por ação. Neste caso, a preferência de liquidez do investidor subsequente seria de R\$2,00 por ação e do investidor MAIS seria de R\$1,60 por ação.

A segunda nuance é que a proposta de modelo inclui também linguagem mencionando direitos dados por meio de acordos de acionistas. Esta foi uma adaptação considerada necessária para contemplar o fato de que, em investimentos realizados no Brasil com entidades incorporadas no Brasil é mais comum que a maioria dos direitos dos investidores seja criada por meio de acordo de acionistas. Já nos Estados Unidos, Ilhas Cayman e outras jurisdições em que eventualmente são constituídas sociedades *holdings* de startups brasileiras, é mais comum que os direitos de investidores sejam estabelecidos no próprio contrato social da entidade e utilizando múltiplas classes de ações preferenciais.

Nota-se ainda que o modelo é propositalmente silente sobre como lidar com direitos que não aqueles que sejam modulados de acordo com o preço de subscrição pago. Isto porque há muita variedade nos direitos que podem ser dados ou pedidos pelo investidor e, a depender do direito em questão bem como da participação a ser adquirida pelo investidor subsequente, estender estes direitos ao investidor MAIS pode ou não fazer sentido. Por esta análise ser muito casuística e considerando também que a rodada de investimento subsequente provavelmente conterà com apoio jurídico mais sofisticado, preferiu-se optar estrategicamente pela vagueza estabelecendo apenas um dever de cooperar e assinar os documentos por parte dos investidores MAIS desde que sejam estendidos ao investidor MAIS todos os direitos estendidos a qualquer parte dos acordos da rodada de investimento.

### 3.2.2. Momento da Conversão do MAIS

Além da definição do tipo de ação a ser recebida na conversão do MAIS, é necessário definir quando efetivamente ocorre a conversão. A importância do momento exato da conversão no contexto de um SAFE/MAIS com *valuation* de conversão parametrizado com um teto de *valuation post-money* é que antes da conversão o investidor SAFE/MAIS não é diluído pelo que ocorrer na startup.

No SAFE, a conversão ocorre no momento de uma rodada de investimento em *equity* subsequente. Isto é, a emissão de um valor conversível em ações (ou uma rodada de investimento por meio de mútuo conversível) não ensejaria a conversão do SAFE. O grupo entendeu que esta mecânica poderia vir a causar problemas no Brasil considerando a prática local de investimento. Isto é, a percepção do grupo é que no Brasil é bem mais comum que rodadas de investimento (muitas vezes quase até o IPO) sejam feitas por meio de instrumentos conversíveis, de modo que seria relativamente raro (comparado à prática internacional) uma rodada de investimento em *equity* logo após um investimento MAIS. Pelo contrário, entendeu-se que o cenário mais provável seria que a rodada (ou as rodadas) de investimento imediatamente subsequentes ao MAIS seja estruturada como um mútuo conversível.

Isto criaria uma discrepância potencial no tratamento de diversas séries de investidores, uma vez que os investidores do mútuo conversível provavelmente estariam sendo diluídos pelas rodadas subsequentes enquanto o investidor MAIS somente começaria a ser diluído no momento de uma rodada em *equity*. Há duas soluções fáceis para este problema. A primeira é simplesmente confiar que os investidores das rodadas subsequentes estarão bem assessorados e irão negociar com a startup e o investidor MAIS para que o investidor MAIS comece a ser diluído. O problema desta solução é que dá poder excessivo ao investidor MAIS e cria uma barreira para que a Startup receba investimento em rodada subsequente. Mesmo que o investidor MAIS esteja disposto a ceder e passar a ser diluído e tenha incentivo para fazê-lo (já que o investidor MAIS também perde se a startup não receber investimento), membros do grupo relataram ter passado por situações análogas em que um investidor minoritário de rodada anterior com algum tipo de proteção de diluição conseguiu extrair valor potencialmente excessivo na rodada subsequente para abrir mão da proteção e causou impasses para a efetivação da rodada. Do ponto de vista teórico, pode-se descrever esse tipo de problema como um *hold-out problem*, em que o investidor da rodada anterior, por sua posição contratual garantida, conseguiria exercer força negocial desproporcional à sua importância no negócio.<sup>35</sup>

A alternativa de simplesmente definir rodada de investimento subsequente para incluir rodadas de investimento feitas por meio de instrumentos conversíveis também não resolve de completo o problema. Isto porque a conversão do MAIS no momento da emissão do título conversível significaria que a startup necessitaria transformar em uma sociedade anônima para evitar consequências tributárias indesejadas (conseguir reconhecer ágio no aumento de capital). Esta transformação poderia expor a startup a outros custos que não existiriam sem a transformação (tal como a possibilidade de continuar optando pelo SIMPLES). Ainda, o investidor MAIS se tornar sócio no momento da primeira emissão de título conversível que ocorrer após o MAIS (e, presume-se, enquanto a startup ainda não tem uma estrutura de governança robusta e a gestão está centrada nos fundadores) possivelmente enfraqueceria demasiadamente a posição negocial do investidor MAIS (que passaria a ser um minoritário isolado sem direitos contratuais garantidos). Este último poderia talvez ser resolvido ao dar ao investidor MAIS direitos comparáveis aos que o investidor no mútuo conversível teria no futuro. Isto, porém, exigiria algum tipo de antecipação da conversão e criação de instrumentos adicionais no momento da emissão do título conversível, além de exigir a definição de quais seriam esses direitos comparáveis. Também seria necessário lidar com os casos de o mútuo conversível não ser convertido. Resolver todos estes problemas aumentaria demasiadamente a complexidade contratual do MAIS (isso sem entrar no mérito de se sequer seria possível propor uma solução a estes problemas em abstrato).

A solução vislumbrada pelo grupo foi separar o momento da conversão do momento a partir do qual o investidor MAIS pode ser diluído. Isto é, a quantidade de quotas ou ações que o investidor MAIS receberá será definida no momento da primeira rodada de investimento subsequente com *valuation* definido (incluindo rodadas feitas com mútuos conversíveis), ou seja, a partir deste momento o investidor MAIS pode ser diluído. Contudo, a conversão do MAIS somente quando o investidor da rodada subsequente efetivamente for receber a participação em *equity* na startup. Este modelo híbrido tem a vantagem de evitar a negociação de renúncia à proteção contra

<sup>35</sup> *Holdout problem* é mais tradicional da literatura de teoria dos jogos aplicado a empreendimentos imobiliários e, em menor grau, em reestruturação de dívidas. Para mais informações vide: Miceli, Thomas J., and Kathleen Segerson. "A bargaining model of holdouts and takings." *American Law and Economics Review* 9.1 (2007): 160-174. Gohil, Akshay S. "The 'Great Game' of Sovereign Debt Restructuring: Solving the Holdout Problem. A Critical Analysis of the Pari Passu and Collective Action Clauses in International Sovereign Bond Contracts." *UCLJLJ* 9 (2020): 26.

diluição do investidor MAIS sem exigir que a startup tenha que ser transformada em sociedade anônima antes de conveniente e sem expor o investidor MAIS a uma situação de minoritário.<sup>36</sup>

A desvantagem deste modelo é que durante o período entre a fixação do *valuation* para fins da conversão do MAIS e a conversão, o investidor MAIS estaria em uma situação híbrida meio esquisita entre não ter poderes de sócio e ao mesmo tempo não ter os direitos/proteções que um investidor subsequente que investiu por mútuo conversível teria. O grupo considerou que essa desvantagem é pequena o suficiente para não gerar preocupação por dois motivos principais. Primeiramente, há mecanismos de proteção embutidos no MAIS. Em segundo lugar, há um alinhamento de incentivos entre o investidor MAIS e o investidor por mútuo conversível. Isto é, ambos estão interessados em evitar abusos pelos fundadores e em garantir o crescimento da startup. A consequência deste alinhamento é que o investidor do mútuo provavelmente exercerá seus direitos no âmbito do mútuo conversível de modo que acabará protegendo também o investidor MAIS. Neste caso, o investidor MAIS estaria basicamente fazendo um *piggyback* no/sem sendo carregado pelo investidor subsequente. Isto sem entrar no argumento de que o investidor subsequente potencialmente será mais sofisticado do que o investidor do MAIS se considerado o escopo do MAIS descrito acima.

Por fim, essa separação do momento em que a diluição do investidor começa e em que a conversão ocorre acaba criando a necessidade de rever as fórmulas utilizadas para conversão no SAFE. Isto porque o SAFE calcula a conversão com base no número de ações diretamente (dividindo o montante aportado pelo *valuation* aplicável). Porém se simplesmente usarmos esta fórmula no MAIS e definirmos que esse será o número de ações a ser recebido, qualquer alteração no capital social da Startup após esse momento (mas antes da conversão) acabará diluindo o investidor, mesmo que não devesse (por exemplo, em caso de aporte adicional por sócios, desdobramento etc.).

Uma solução para este problema seria amarrar e não permitir que a startup emita novas quotas ou ações. Isto evidentemente, engessaria demasiadamente a startup. Outra opção seria criar cláusulas ajustando o número de ações a ser recebido pelo investidor. Estas cláusulas, contudo, além de complexas seriam muito únicas e pouco familiares a potenciais investidores futuros da startup, o que poderia causar atrito ao negociar rodadas subsequentes. Por fim, é possível descrever o número de ações que o investidor MAIS receberá na conversão com base em percentuais (isto é, utilizando uma fórmula para calcular o percentual final). A desvantagem desta alternativa é que a fórmula para calcular o percentual de conversão acaba ficando mais complexa do que o SAFE. O grupo considerou esta última alternativa a menos onerosa e se propôs a, junto a divulgação do MAIS ajustado após esta consulta, divulgar também uma planilha preparada com a fórmula de conversão para que somente seja necessário que as pessoas incluam os *inputs*, sem necessidade de entender a matemática por trás.

### 3.2.3. *Most Favored Nation*

O termo *most favored nation* (nação mais favorecida ou MFN) remete a cláusulas em acordos internacionais entre países que determinam que se no futuro a nação submetida à obrigação de MFN estender a uma contraparte de um outro acordo um benefício (isenção de tarifa, imunidade tributária etc.) que não estendeu a parte favorecida pela MFN, esta nação com o direito de MFN passaria a ter direito ao mesmo benefício estendido ao terceiro. Usa-se a mesma nomenclatura (MFN) para descrever todo tipo de cláusula contratual com funcionamento semelhante.

Em suma, cláusulas de MFN têm entre seus benefícios econômicos facilitar o acordo entre partes no sentido que a afirmação de que determinada concessão é a maior concessão que uma parte está disposta a dar é mais crível quando a afirmação vem de uma parte que está se submetendo a uma MFN. Isto porque caso a parte submetida à MFN venha a conceder um benefício maior no futuro, estará obrigada a conceder o benefício também a parte favorecida pela MFN. Por outro lado, a cláusula de MFN tem o efeito de tornar mais custoso entrar em acordos semelhantes no futuro já que estender uma concessão maior teria impacto em todos os contratos anteriores com uma MFN. Esta desvantagem é particularmente relevante no contexto de um acordo futuro com montante menor no qual a parte submetida a uma MFN em contrato anterior poderia conseguir estender um benefício maior dado que o impacto em termos absolutos desse benefício maior seria menor.<sup>37e38</sup>

No contexto do SAFE, a cláusula MFN basicamente determina que em caso de a startup emitir qualquer tipo de título conversível em participação (seja outro SAFE ou mútuo conversível), o beneficiário da MFN -em efeito- poderá optar por transformar seu SAFE neste título conversível. Analisando o uso desta cláusula em modelos do

<sup>36</sup> Nota-se que o grupo considera a situação de minoritário após a entrada de outros investidores como sendo bem diferente de uma situação em que o investidor MAIS é um minoritário somente com os fundadores. No primeiro caso, os demais minoritários provavelmente terão direitos adicionais e incentivos alinhados ao investidor MAIS, o que cria uma proteção maior.

<sup>37</sup> Por exemplo, um desconto de 10% aplicável a um produto de R\$5.000,00 tem o impacto em termos absolutos de R\$500. Já um desconto de 50% em um produto de R\$100,00 tem um impacto absoluto de somente R\$50.

<sup>38</sup> Cláusulas de MFN são bem mais complexas do ponto de vista econômico. Para uma análise mais detalhada, vide: Horn, Henrik, and Petros C. Mavroidis. "Economic and legal aspects of the Most-Favored-Nation clause." *European Journal of Political Economy* 17.2 (2001): 233-279.

SAFE, vê-se que a MFN somente é incluída no modelo de SAFE sem teto ou desconto de *valuation*. Isto sugere que se pretende que o SAFE com MFN seja algo como um “pré-SAFE” no sentido que além de postergar a discussão sobre o *valuation* de conversão, as partes estão postergando também a discussão sobre o benefício que o investidor SAFE terá em razão de ter realizado o investimento antes (isto é, qual o desconto/teto de *valuation*).

No contexto brasileiro, o grupo entendeu que seria inconveniente por aumentar o risco jurídico associado ao MAIS incluir uma cláusula MFN que, em efeito, permitisse o investimento MAIS ser transformado em um mútuo. Sendo assim, caso incluído, o MFN em um MAIS somente seria aplicável em relação a um MAIS posterior com desconto maior ou com um teto de *valuation* menor.

Sem entrar nos méritos e deméritos de incluir esta alavanca no modelo MAIS como opção padrão, a MFN somente faria sentido na medida que a expectativa seja de que a startup fará outras rodadas de MAIS no futuro. Considerando a prática de investimento brasileira e o tipo de investimento vislumbrado para utilizar o MAIS, o grupo entendeu que não seria comum que ocorresse uma rodada subsequente de MAIS e que, mesmo que fosse realizada uma rodada subsequente de investimento pelo MAIS, provavelmente esta rodada subsequente contaria com assessoria jurídica (partindo da premissa de que rodadas posteriores provavelmente terão montantes de investimento maiores e consequentemente o benefício marginal de assessoria jurídica especializada aumenta). Ainda, incluir uma MFN aumentaria a complexidade do MAIS. Deste modo, o grupo escolheu não incluir redação de MFN no modelo.

#### **3.2.4. Direito de Preferência**

No contexto de um SAFE ou mais genericamente investimentos, direito de preferência atua de modo a permitir que um investidor anterior colocasse mais recursos para manter o percentual de participação que receberá no momento da conversão. Esta cláusula, contudo, perde basicamente todo seu efeito quando se utiliza um teto de *valuation* com *post-money valuation* para parametrizar a conversão (opção do MAIS, conforme discutido acima), isto porque, desde que o *valuation* de referência seja superior ao teto, o percentual a ser recebido pelo investidor MAIS/SAFE sempre será o mesmo. Caso o *valuation* de referência seja menor do que o teto, o direito de preferência também acaba sendo pouco relevante uma vez que o *valuation* menor do que o teto indica que a startup está se desenvolvendo mais devagar do que o esperado e, portanto, o investidor estaria menos disposto a aportar mais recursos. Visto este racional, o grupo entendeu que o MAIS não deve conter direito de preferência.

Eliminado o direito de preferência de manter a participação (uma vez que a diluição só ocorre a partir da rodada subsequente), resta a questão de se o investidor MAIS deveria ter algum tipo de direito de participar das rodadas subsequentes (nos mesmos termos das rodadas subsequentes, aumentando seu investimento). Por um lado, o grupo entende que esta seria uma expectativa comum de investidores no contexto brasileiro dada a prevalência do direito de preferência propriamente dito no direito societário brasileiro. Por outro lado, considerou-se que este direito seria difícil de parametrizar sem aumentar demasiadamente a complexidade do contrato e poderia dificultar a negociação de rodadas subsequentes dado que os investidores subsequentes podem ser resistentes a incluir um terceiro não conhecido ao grupo de investidores. Para fins do modelo, o grupo optou por colocar uma obrigação de notificar o investidor MAIS e negociar de boa-fé uma potencial participação em cada uma das rodadas de investimento subsequentes. O grupo pede comentários sobre este ponto.

#### **3.2.5. Renúncia pelo Investidor ao direito do MAIS**

No contexto de investimentos brasileiros, é comum que investidores peçam algum tipo de mecanismo de se desvincular por completo do investimento. Este mecanismo normalmente é operacionalizado como uma opção de venda por valor nominal outorgada contra a investida. O propósito deste mecanismo é minimizar a chance de o investidor ser prejudicado por algum evento catastrófico da investida ou, em casos mais raros entre grupos de investidores anjos, permitir que um investidor saia do grupo caso passe no futuro a ter algum tipo de restrição de investimento (e.g. o investidor anjo vai assumir cargo em que o investimento em startups de determinado setor pode ser visto como conflito de interesse e, portanto, deve se desvincular do investimento na startup).

Para operacionalizar este direito no MAIS, uma opção seria simplesmente prever que um investidor pode renunciar do direito de converter o aporte anterior em participação sem receber qualquer parcela de volta. O problema desta alternativa é que a investida seria obrigada a reconhecer o valor do aporte como receita e pagar imposto sobre o valor. Em um momento de dificuldades, esta despesa não-antecipada pode ser extremamente impactante e acabar por prejudicar excessivamente a startup.

A outra alternativa seria permitir que o investidor MAIS a qualquer momento converta seu direito em participação desde que a conversão seja acompanhada de uma cessão da participação para a investida ou para os fundadores. Esta alternativa tem o problema de que pode vir a ser difícil de implementar na prática e criar dificuldades relacionadas a diluição. Por exemplo, se a startup outorgou opções de subscrição para colaboradores (*stock options*), aumentar o número de quotas/ações emitidas teria o efeito de diminuir retroativamente o valor das opções já outorgadas e, em caso de a startup ter algum tipo de capital autorizado (ou autorização contratual

em outros contratos de investimento de emitir determinada quantidade de opções), este aumento no número de ações/quotas emitidas pode vir a prejudicar o que está sobrando do capital autorizado. Isto em adição aos custos burocráticos e potenciais outras dificuldades mecânicas decorrentes da situação específica da startup. Uma cláusula que resolvesse todas estas questões acabaria sendo, inevitavelmente, complexa.

Como conciliação, o grupo escolheu colocar a renúncia do direito como alternativa padrão, mas sujeita a obrigações de notificar a startup antes da renúncia e de negociar em boa-fé alternativas a renúncia que atinjam o mesmo objetivo de desvinculação. Deste modo, o investidor está protegido e a startup acaba assumindo o ônus de, nestes eventos improváveis, iniciar a negociação e propor alternativas. O grupo não considera que esta alocação exporia a startup a abuso do direito por parte do investidor visto que o investidor acaba tendo que abdicar de todo o valor do seu aporte.

### 3.2.6. Tratamento em caso de venda ou eventos extraordinários

A premissa do MAIS é que a startup irá continuar a operar e ou receberá novo investimento (MAIS converte em participação) ou acabará falindo (não há conversão porque a startup neste momento já não vale nada). Contudo, há outros eventos que podem acontecer na vida de uma startup entre estes dois extremos. Isto é, há situações em que a startup como entidade separada deixará de existir, mas será de algum modo liquidada e o seu valor será distribuído. Este é o caso, por exemplo, da venda da startup, do controle da startup ou de substancialmente todos os ativos da startup para terceiros.

No caso desta venda (independentemente da estrutura), o que está ocorrendo é que os fundadores estarão deixando de trabalhar na startup e a startup, provavelmente, não terá uma rodada de investimento subsequente por terceiros que acionaria a conversão do MAIS. O conflito que surge nestas situações é que o investidor MAIS não tem direito de receber o valor distribuído e, possivelmente, o valor do investimento MAIS de algum modo está influenciando no valor a ser recebido pelos fundadores. Por exemplo, imagine que uma startup recebe R\$100.000,00 de investimento MAIS em um dia e, no dia seguinte, os dois fundadores vendem todas as quotas da startup por R\$120.000,00, cada um recebendo R\$60.000,00. Evidentemente neste caso, os fundadores estão se apropriando de um recurso do investidor MAIS (o investimento de R\$100.000,00 que influenciou no preço da aquisição).<sup>39</sup>

Não se espera que este exemplo ocorra na prática, mas é comum que uma startup acabe não sendo tão bem-sucedida quanto esperado e que os fundadores decidam vendê-la por um *valuation* menor do que o que foi antecipado meses antes quando a startup teve sua última rodada de investimento. Além de todas as questões morais de não ser correto obrigar os fundadores a continuarem dedicando tempo na startup, não seria eficiente nem exequível juridicamente tentar evitar que os fundadores deixem de se dedicar (mesmo que o fundador fosse obrigado a continuar trabalhando na startup, não há como garantir que o empenho desse fundador será o mesmo).

A solução do mercado de investimento para estes casos é um direito de liquidez. Isto é, em caso de qualquer um desses eventos que torne remota a perspectiva de a startup vir a ter um evento de conversão no futuro, os investidores são garantidos receber pelo menos o valor que aportaram, sem correção monetária ou juros. Esta é a solução dada no SAFE.

Para o MAIS, o grupo entendeu que utilizar um mecanismo semelhante seria adequado. A abordagem importada aqui é de caracterizar os eventos de modo mais conceitual e sem tentar entrar no mérito da estrutura escolhida. Esta abordagem deixa claro que a intenção das partes era de que os investidores MAIS recebam no o valor aportado antes que os fundadores possam começar a receber qualquer recurso nos eventos prescritos. O mérito da abordagem é que não é necessário descrever a mecânica para garantir este direito dos investidores, diminuindo a complexidade contratual, mas sem prejuízo de deixar claro o princípio subjacente e o resultado econômico pretendido. Além disso, esta abordagem permite que as partes cheguem em acordo sobre a forma menos onerosa de efetivar este direito do investidor considerando apenas o evento que vai ocorrer no caso concreto. A alternativa exigiria analisar ao menos as estruturas mais comuns que geram o tipo de problema descrito nesta seção e determinar mecanicamente como operacionalizar o direito em cada um desses casos, o que seria excessivamente complexo e sujeito a erros e brechas contratuais. Este é um caso que o grupo considerou estratégica a vagueza contratual.

Somente por esclarecimento, o grupo optou por não incluir eventos relacionados a listagem neste mecanismo. Isto porque, primeiramente, seria extremamente fora do esperado uma startup partir de um investimento MAIS/pré-*seed* direto para uma oferta pública tradicional ou listagem direta. Além disso, ofertas públicas iniciais normalmente envolvem uma captação primária, que seria um evento que acionaria a conversão do investimento

---

<sup>39</sup> Uma situação parecida pode ocorrer também em *acquihires*, aquisições motivadas principalmente para recrutar os funcionários da adquirida. Neste caso, os fundadores podem estar dispostos a desviar o preço da aquisição (leia-se: aceitar um preço de aquisição das quotas menor) para seu pacote pessoal de remuneração. O conflito em essência acaba sendo o mesmo.

MAIS. Por fim, listagem direta (empresa tem suas ações listadas sem uma oferta pública imediatamente antes) é extremamente incomum no Brasil (para não dizer que nunca ocorreu).

### 3.2.7. Tratamento de SOP

Com a separação do momento da conversão do MAIS do momento em que o investidor MAIS passa a ser diluído, surge um problema relacionado a possibilidade de diluição do investidor MAIS por *stock option plans* (outorga de opções ou participação a empregados da startup como forma de incentivá-los). É inegável a importância de SOPs para atrair e reter bons funcionários para construir a Startup. A prática de mercado de investimento é pouco consistente. Em certos casos, o investidor simplesmente não aceita ser diluído por SOP, em outros casos, o investidor aceita ser diluído até determinado percentual por SOPs.

No SAFE (*post-money cap*) o investidor não é diluído por SOPs antes da conversão, porém o percentual que receberá em caso de evento de liquidez antes da conversão é diluído por SOPs. O grupo considerou que esta abordagem dividida acabaria tornando demasiadamente complexas as fórmulas para cálculo do percentual (seria necessário diferenciar entre SOPs exercidas e não exercidas e a depender de se o percentual está sendo calculado para conversão ou evento de liquidez), mas sem gerar grande benefício. Isto porque a expectativa é que, em caso de evento de liquidez, o investidor acabe sendo convertido como forma de efetivar o direito e, igualmente, provavelmente todos os SOPs acabaram sendo exercidos.

Foram debatidas também todos os tratamentos usuais de diluição de SOP, mas, em última instância, chegou-se à conclusão que o tratamento “justo” em relação a SOP depende do que está sendo dado a outros investidores. Isto é, ou todos os investidores são diluídos por SOP ou nenhum é. Esta abordagem também simplifica o cálculo do *cap table* da startup (economiza custo de transação). Sendo assim, o grupo preferiu não definir no MAIS qual seria a abordagem em relação a diluição por SOP, apenas definindo que a mesma regra da rodada de investimento subsequente aplicará também para o investidor MAIS. Fazer diferente seria definir o tratamento de todos os investidores futuros da startup em relação a diluição de SOP, criando custos de negociação com investidores futuros (potencialmente expondo a startup a custos desnecessários para entender seu *cap table* caso trate investidores diferentes) ou até mesmo aumentando a complexidade de negociação do MAIS ao criar um mecanismo que investidores se sentiriam na necessidade de negociar ou ajustar caso-a-caso.

### 3.2.8. Prazo do MAIS

Uma característica do SAFE peculiar a quem está acostumado com mútuos conversíveis é que o SAFE pode nunca converter. Considerou-se utilizar a mesma mecânica no MAIS, mas considerou-se que a inclusão de um horizonte definido para a conversão poderia trazer benefícios para ambas as partes ao criar uma delimitação na relação, isto é, força o investidor MAIS a decidir se quer continuar vinculado a startup ou não. Ainda, a criação deste prazo é uma ferramenta para lidar com casos em que a startup ser bem-sucedida, mas não receber nenhuma rodada de investimento (e, portanto, nunca precisar entregar a participação para o investidor MAIS). Embora não seja comum, é teoricamente possível que uma startup se financie exclusivamente com SAFEs e nunca converta nenhum. Alternativamente (e talvez mais provavelmente), é possível que a startup vire uma startup “*lifestyle*,” (isto é, não vai virar unicórnio, mas gera lucro suficiente para que seus fundadores vivam bem).<sup>40</sup> Nestes casos, não há nada de errado com a escolha dos fundadores de não querer virar unicórnio ou de não crescer vertiginosamente, mas seria injusto excluir o investidor MAIS dessa receita da startup que se beneficiou de seu investimento.

Sendo assim, a proposta do MAIS cria duas opções para o investidor em caso de não ocorrer uma rodada de investimento após cinco anos: o Investidor pode exigir a conversão ou a devolução do montante aportado. Nota-se que estas opções não podem ser utilizadas pelo Investidor em caso de ter ocorrido uma rodada de investimento. O Investidor também poderá exigir a devolução do Montante Aportado se tiver ocorrido uma rodada de investimento, mas tiverem passados 10 anos sem ocorrer a conversão. O grupo entendeu que o prazo de cinco anos é mais que suficiente para ocorrer uma rodada de investimento e que não ocorrer uma rodada de investimento até este prazo significaria que ou a startup falhou ou que virou uma *lifestyle*. Evidentemente, nada impede que seja negociada uma extensão desse prazo ou que o Investidor simplesmente não exerça nenhuma das opções.

Um efeito discutido pelo grupo desta prerrogativa de exigir a devolução do montante aportado é que faz com que o MAIS seja mais próximo de um passivo da Startup (antes da conversão ou quitação) do que participação (ou promessa de participação). O resultado desta conclusão é que o MAIS, antes da conversão, deveria ser contabilizado e tratado como passivo.

<sup>40</sup> Este é um destino relativamente comum de startups focadas em tecnologia, mas que tem algum tipo de serviço de consultoria não-escalável. Esse serviço de consultoria é lucrativo e inicialmente é utilizado para gerar recursos para financiar o desenvolvimento do produto principal da startup. Porém se o produto não é validado ou se os recursos ou ânimo dos fundadores acaba, este serviço de consultoria acaba virando a ocupação principal da startup.

### 3.2.9. Opção de Venda do Investidor MAIS

Um mecanismo muito comum em investimentos feitos por lei brasileira é a inclusão de algum mecanismo contratual para que o investidor possa subitamente se desligar da Startup. O SAFE não possui um mecanismo equivalente. Evidentemente, antes da conversão, o mesmo efeito poderia ser obtido por meio de uma renúncia pelo investidor MAIS do seu direito à conversão. Isto, contudo, poderia ter efeitos tributários adversos a startup. Sendo assim, preferiu-se criar uma opção de venda por valor simbólico contra os fundadores do direito à conversão do montante aportado.

## 4. Encaminhamento de sugestões e comentários

**Enviar comentários para: [caje@oabri.org.br](mailto:caje@oabri.org.br) (mencionar “Comentários ao MAIS” no assunto)**

**Prazo para comentários: 10 de outubro de 2023**

Nós especificamente pedimos comentários e sugestões sobre:

- 1) Optou-se por utilizar o modelo de *post-money cap* principalmente pela certeza do percentual de conversão e por minimizar o risco de ser inadvertidamente outorgado um percentual muito grande ao investidor MAIS. Considerando o escopo do MAIS, seria preferível utilizar (ou criar um modelo separado) utilizando desconto sobre *valuation*?
- 2) Há algum aspecto do MAIS que, em caso de não-cooperação pelo investidor MAIS, pode atrapalhar demasiadamente a condução das atividades ou desenvolvimento da startup?
- 3) O MAIS atualmente prevê que o investidor MAIS receberá ações com os mesmos direitos políticos das ações do investidor da rodada subsequente e que integrará eventual acordo de acionistas assinado no momento da conversão (sem especificar se terá ou não os mesmos direitos políticos do investidor no âmbito deste acordo de acionistas). Os direitos políticos que serão garantidos ao investidor MAIS deveriam ser outros (e.g., garantir somente direitos políticos essenciais ao acionista tal como voto e acesso à informação e indicar que não terá direito aos direitos políticos eventualmente dados em acordo de acionista)?
- 4) O MAIS (inclusive com destaque na carta introdutória da minuta) deixa claro que não entra no mérito de determinados aspectos da relação do investidor MAIS com a startup, principalmente no tocante a direitos de acesso à informação. A minuta deveria garantir ao investidor durante a vigência do MAIS ou após a conversão, algum tipo de direito de acesso à informação? Se sim, em quais termos?
- 5) Ao implementar o modelo *post-money cap* usando a linguagem de percentual (e não teto) e separando o momento de definição do percentual e de conversão, o grupo considerou que seria útil utilizar fórmulas para definir o percentual e não diretamente o número de ações a serem recebidas.
  - a. As fórmulas utilizadas estão corretas e fáceis de entender para fins de cálculo?
  - b. A vantagem de utilizar fórmulas ao invés de número de ações é que evita a necessidade de limitar a emissão de valores para fundadores. Seria preferível colocar alguma restrição a este tipo de emissão e utilizar fórmulas que definam o número de ações a serem recebidas?
- 6) O MAIS atualmente coloca que o investidor MAIS deverá ser diluído ou não por SOP seguindo a mesma regra aplicável ao investidor da rodada subsequente, mas não ajusta qualquer de suas fórmulas. Esta regra faz sentido? Seria melhor que o investidor MAIS simplesmente não seja diluído por SOP? Seria preferível a inclusão de uma cláusula permitindo diluição por SOP em até determinado percentual?
- 7) O investidor MAIS deveria ter algum direito de participar de rodadas subsequentes? Seria este um direito de ser notificado da existência e potencialmente participar (como proposto no modelo atual) ou um direito efetivamente executável de poder aportar mais recursos nos mesmos termos das rodadas subsequentes? Neste último caso, como parametrizar este direito?
- 8) A proposta do MAIS prevê a conversão automática após cinco anos, independentemente da ocorrência de uma rodada de investimento. Este mecanismo deveria ser mantido?

Comentários e sugestões sobre outros aspectos serão muito bem-vindos. Contudo, pedimos que estas contribuições se atentem ao escopo e à estrutura proposta. Entendemos que estas decisões são, em última instância, discricionárias e que poderíamos ter escolhido uma série de outros escopos para o modelo ou até outras estruturas, porém sem estas definições não poderíamos ter concluído o trabalho. Deste modo, sugestões de outros escopos ou estruturas (ou que partam da premissa de que o escopo ou a estrutura diversos do escopo e estrutura descritos acima) são difíceis de aproveitar para este modelo. Nada impede que no futuro, elaborem propostas com outros escopos ou estruturas.

Pedimos que sugestões e comentários acompanhados sejam acompanhados de argumentos e fundamentações, sendo mais bem aproveitados se:

- a) indicarem o dispositivo específico a que se referem;
- b) forem claros e objetivos, sem prejuízo da lógica de raciocínio;
- c) forem apresentadas sugestões de alternativas a serem consideradas; e
- d) forem apresentados dados numéricos, se aplicável.