

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
DEPARTAMENTO DE DIREITO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

Camille Mottin Corbellini

**A GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO MECANISMO DE GERENCIAMENTO
DE RISCOS PARA INVESTIMENTOS EM *STARTUPS***

Florianópolis

2021

Camille Mottin Corbellini

**A GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO MECANISMO DE GERENCIAMENTO
DE RISCOS PARA INVESTIMENTOS EM *STARTUPS***

Trabalho Conclusão do Curso de Graduação em Direito
do Centro de Ciências Jurídicas da Universidade Federal
de Santa Catarina como requisito para a obtenção do
título de Bacharela em Direito
Orientador: Prof. Dr. André Lipp Pinto Basto Lupi

Florianópolis

2021

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Corbellini, Camille Mottin

A governança corporativa como mecanismo de gerenciamento de riscos para investimentos em startups / Camille Mottin Corbellini ; orientador, André Lipp Pinto Basto Lupi , 2021.

69 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro de Ciências Jurídicas, Graduação em Direito, Florianópolis, 2021.

Inclui referências.

1. Direito. 2. Startups. 3. Governança corporativa. 4. Gerenciamento de riscos. I. , André Lipp Pinto Basto Lupi. II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em Direito. III. Título.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
COORDENADORIA DE MONOGRAFIA

ATA DE SESSÃO DE DEFESA DE TCC (VIRTUAL)
(Autorizada pela Portaria 002/2020/PROGRAD)

Aos 27 dias do mês de setembro do ano de 2021, às 10 horas e 30 minutos, foi realizada a defesa pública do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), no modo virtual, através do link: “<https://meet.google.com/qtp-kjed-hsq>” intitulado “**A Governança Corporativa como mecanismo de gerenciamento de riscos para investimentos em startups**”, elaborado pela acadêmica **Camille Mottin Corbellini**, matrícula nº 19150685, composta pelos membros André Lipp Pinto Basto Lupi, Elisa Berton Eidt e João Gabriel Gebran, abaixo assinados, obteve a aprovação com nota **10,0 (dez)** cumprindo o requisito legal previsto no art. 10 da Resolução nº 09/2004/CES/CNE, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução nº 01/CCGD/CCJ/2014.

Aprovação Integral

Aprovação Condicionada aos seguintes reparos, sob fiscalização do Prof. Orientador

Florianópolis, 27 de setembro de 2021.



Documento assinado digitalmente
André Lipp Pinto Basto Lupi
Data: 27/09/2021 16:39:21-0300
CPF: 910.392.409-25
Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

André Lipp Pinto Basto Lupi (ASSINATURA DIGITAL)
Professor Orientador



Documento assinado digitalmente
Elisa Berton Eidt
Data: 27/09/2021 18:46:42-0300
CPF: 035.583.669-64
Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

Elisa Berton Eidt (ASSINATURA DIGITAL)
Membro de Banca



Documento assinado digitalmente
JOAO GABRIEL RACHE GEBRAN
Data: 27/09/2021 16:51:33-0300
CPF: 045.114.069-95
Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

João Gabriel Gebran (ASSINATURA DIGITAL)
Membro de Banca

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
COLEGIADO DO CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

TERMO DE APROVAÇÃO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado “**A Governança Corporativa como mecanismo de gerenciamento de riscos para investimentos em startups**”, elaborado pela acadêmica **Camille Mottin Corbellini** defendido em 27/09/2021 e aprovado pela Banca Examinadora composta pelos membros abaixo assinados, obteve aprovação com nota **10,0 (dez)** cumprindo o requisito legal previsto no art. 10 da Resolução nº 09/2004/CES/CNE, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução nº 01/CCGD/CCJ/2014.

Florianópolis, 27 de setembro de 2021



Documento assinado digitalmente

Andre Lipp Pinto Basto Lupi

Data: 27/09/2021 16:39:33-0300

CPF: 910.392.409-25

Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

André Lipp Pinto Basto Lupi
Professor Orientador



Documento assinado digitalmente

Elisa Berton Eidt

Data: 27/09/2021 18:47:17-0300

CPF: 035.583.669-64

Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

Elisa Berton Eidt
Membro de Banca



Documento assinado digitalmente

JOAO GABRIEL RACHE GEBRAN

Data: 27/09/2021 16:53:09-0300

CPF: 045.114.069-95

Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

João Gabriel Gebran
Membro de Banca



Universidade Federal de Santa Catarina
Centro de Ciências Jurídicas
COORDENADORIA DO CURSO DE DIREITO

TERMO DE RESPONSABILIDADE PELO INEDITISMO DO TCC E
ORIENTAÇÃO IDEOLÓGICA

Aluno(a): Camille Mottin Corbellini

RG: 5.263.540

CPF: 078.906.909-16

Matrícula: 19150685

Título do TCC: A Governança Corporativa como mecanismo de gerenciamento de riscos para investimentos em *startups*

Orientador(a): André Lipp Pinto Basto Lupi

Eu, Camille Mottin Corbellini, acima qualificado(a); venho, pelo presente termo, assumir integral responsabilidade pela originalidade e conteúdo ideológico apresentado no TCC de minha autoria, acima referido

Florianópolis, 27 de setembro de 2021.



Documento assinado digitalmente

Camille Mottin Corbellini

Data: 27/09/2021 16:33:56-0300

CPF: 078.906.909-16

Verifique as assinaturas em <https://v.ufsc.br>

CAMILLE MOTTIN CORBELLINI

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, aos meus pais, que não só respaldam a minha caminhada, mas são impulso às minhas conquistas e meus maiores exemplos de determinação, honestidade e humildade. Teço, também, meus profundos agradecimentos ao meu irmão, com quem compartilho muito mais do que a relação fraterna, e a quem devo muito do que sou.

Dirijo meus mais sinceros agradecimentos aos meus amigos, que se mantêm ao meu lado, conferindo suporte, aliado a muitos momentos de felicidade.

Ao Pin, agradeço o apoio, o colo e o carinho, além de toda a confiança depositada em mim. Poder compartilhar estes momentos contigo é grande alento no meu caminho.

Ao Prof. Dr. André Lipp Pinto Basto Lupi, agradeço pela orientação, e aos membros da banca Elisa Eidt e João Gabriel Gebran, pelo interesse e disponibilidade de avaliarem este trabalho.

Deixo aqui, ainda, os meus agradecimentos à Universidade Regional de Blumenau, que conferiu a base que me trouxe até aqui, assim como proporcionou experiências enriquecedoras à minha graduação.

E, por fim, agradeço à Universidade Federal de Santa Catarina que, em pouco tempo, transformou minha visão de mundo e me agraciou com encontros inesperados e tão felizes. Dentre os quais, destaco o Grupo de Estudos em Meios Consensuais (GEMC UFSC), projeto pelo qual nutro profundo orgulho.

Poder tecer estes agradecimentos, após um período conturbado e incerto, é razão de muita esperança e motivação. A todos vocês, o meu muito obrigada.

RESUMO

O presente trabalho pretende verificar a incidência das ferramentas de governança corporativa para as *startups*, como forma de gerenciamento de riscos, a fim de conferir mais segurança às partes interessadas, dentre as quais se destaca a figura do investidor. Para tal estudo, realiza a análise bibliográfica, valendo-se da abordagem da doutrina e da legislação a respeito dos temas propostos. O primeiro capítulo encarrega-se de conceituar o termo “*startup*”, avaliando suas principais características, como o caráter inovador, a escalabilidade do produto ou serviço e o meio de incertezas em que se insere. Ademais, traça considerações a respeito do Marco Legal das *Startups* e do Empreendedorismo Inovador – Lei Complementar nº 182/2021, verificando o papel do investidor na lei e os instrumentos de investimento utilizados para o seu ingresso na empresa investida. Já o segundo capítulo, conceitua e contextualiza a governança corporativa, além de perpassar as principais ferramentas que compõem o instituto. Ainda, faz-se uma breve relação entre a governança corporativa e a aplicabilidade em *startups*, concluindo-se parcialmente pela aplicabilidade, mas com ressalvas quanto ao nível de desenvolvimento da organização. Por fim, no terceiro capítulo é abordado o gerenciamento de riscos, por meio da conceituação de “risco” e da análise da Lei Sarbanes-Oxley, grande marco mundial no que se refere aos controles internos. O capítulo também endereça a relação entre este controle de riscos, a governança corporativa e as *startups*. Como resultado, conclui-se que a governança corporativa é importante forma de gerenciamento de riscos tanto no mercado tradicional, como no ecossistema das *startups*. Porém, aponta-se que é necessária uma análise aprofundada da aplicabilidade dos controles internos a depender do grau de sofisticação, tamanho ou formalidade da empresa, para que se evitem processos ineficazes e meramente burocráticos.

Palavras-chave: *Startups*. Governança Corporativa. Riscos. Gerenciamento de Riscos. Controles Internos. Investimento.

ABSTRACT

This research aims to verify the incidence of corporate governance tools for startups, as a form of risk management, to provide more security to stakeholders, in which is included the investor. For this study, it is used a bibliographical analysis, with an approach of the Brazilian doctrine and legislation regarding the said themes. The first chapter conceptualizes the term “startup”, going through its main characteristics, such as innovation, scalability of the product or service and the environment of uncertainties in which it is inserted. Furthermore, it outlines some considerations regarding the Legal Framework of Startups and Innovative Entrepreneurship - Complementary Law nº 182/2021, verifying the role of the investor in the law and the investment instruments used to enter the investee company. The second chapter conceptualizes and contextualizes corporate governance, in addition to an analysis of the main tools that are inserted in the concept. Furthermore, it concludes that there can be an applicability of corporate governance tools in startups but observing the development levels of the organization. Finally, the third chapter addresses risk management, going through the concept of “risk” and the analysis of the Sarbanes-Oxley Act, a major global landmark in terms of internal controls. The chapter also addresses the relationship between this risk control, corporate governance and how they are seen in startups. As a result, it is concluded that corporate governance is an important form of risk management both in the traditional market and in the startup ecosystem. However, it is pointed out that an in-depth analysis of the applicability of internal controls is necessary, depending on the sophistication, size, and formality of the company, in order to avoid ineffective and merely bureaucratic processes.

Keywords: Startups. Corporate Governance. Risk. Risk Management. Internal Controls. Investment.

LISTA DE FIGURAS

- Figura 1 - Gráfico explicativo das fases de desenvolvimento de uma *startup*22
- Figura 2 - Ferramentas de governança corporativa aplicadas às fases de *startups*57

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Art. Artigo

BOVESPA Bolsa de Valores de São Paulo

CNPJ Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica

CVM Comissão de Valores Imobiliários

EPP Empresa de Pequeno Porte

FMI Fundo Monetário Internacional

IBCA Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração

IBGC Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

INPI Instituto Nacional da Propriedade Industrial

IOF Imposto sobre operações financeiras

IRRF Imposto sobre renda retido na fonte

LGPD Lei Geral de Proteção de Dados Pessoais

ME Microempresa

nº Número

OCDE Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

OPA Oferta Pública de Aquisição

RFB Receita Federal do Brasil

S.A. Sociedade Anônima

SCP Sociedade em Conta de Participação

SOX Sarbanes-Oxley

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
2 STARTUPS: AS EMPRESAS INOVADORAS.....	15
2.1 CONCEITUAÇÃO	15
2.2 O MARCO LEGAL DAS <i>STARTUPS</i> E DO EMPREENDEDORISMO INOVADOR E O PAPEL DO INVESTIDOR.....	19
2.3 INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO EM <i>STARTUPS</i>	23
2.3.1 Opção de Subscrição ou de Compra de Ações ou Quotas	24
2.3.2 Mútuo Conversível	26
2.3.3 Debêntures Conversíveis	30
2.3.4 Sociedade em Conta de Participação.....	32
2.3.5 Investimento-Anjo.....	34
3 A GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS CONTROLES INTERNOS.....	37
3.1 CONCEITUAÇÃO E CONTEXTUALIZAÇÃO	37
3.1.1 Modelos de Governança Corporativa	41
3.1.1.1 Modelo anglo-saxão ou <i>Outsider System</i>	41
3.1.1.2 Modelo nipo-germânico ou <i>Insider System</i>	42
3.1.1.3 O modelo brasileiro de governança corporativa.....	43
3.2 FERRAMENTAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	44
3.2.1 Ferramentas de Controle Decisório.....	44
3.2.1.1 Conselho de Administração.....	44
3.2.1.2 Diretoria Executiva.....	46
3.2.2 Ferramentas de <i>Compliance</i>	48
3.2.2.1 Conselho Fiscal	48
3.2.2.2 Comitê de Auditoria	49
3.2.2.3 Auditoria Independente	49
3.2.3 Ferramentas Estratégicas.....	50
3.2.3.1 Código de Conduta ou de Ética	50
3.2.3.2 Proteção da Propriedade Intelectual	51
3.3 APLICABILIDADE ÀS <i>STARTUPS</i>	51
4 GERENCIAMENTO DE RISCOS POR MEIO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA	53
4.1 DEFINIÇÃO DE RISCO.....	53

4.2 LEI DE SARBANES-OXLEY (SOX)	55
4.3 O GERENCIAMENTO DE RISCOS, A GOVERNANÇA CORPORATIVA E AS <i>STARTUPS</i>	56
4.3.1 Estratégia e Sociedade	58
4.3.2 Pessoas e Recursos	59
4.3.3 Tecnologia e Propriedade Intelectual	60
4.3.4 Processos e <i>Accountability</i>	61
5 CONCLUSÃO	63
REFERÊNCIAS	65

1 INTRODUÇÃO

Com a popularização e o crescimento das *startups* no mercado brasileiro, tem-se observado a ausência de conhecimento por parte dos empreendedores sobre as estruturas necessárias a fim de preservar a sustentabilidade do negócio, sejam estas estruturas jurídicas ou até mesmo estratégicas.

A legislação avançou no sentido de respaldar o ecossistema inovador, por meio da Lei Complementar nº 182 de 2021 – Marco Legal das *Startups* e do Empreendedorismo Inovador. Com este passo, foram endereçadas algumas questões caras às *startups*, como a delimitação de princípios que são desejados no meio, além da facilitação da organização societária para empresas inovadoras e da estipulação da liberdade contratual, que permite diversos arranjos de investimento, a depender do interesse dos empreendedores e dos investidores. Entretanto, exatamente pela livre organização das *startups*, nota-se um baixo gerenciamento de riscos, que é fruto da ausência de processos e sistemas bem definidos.

E é por este motivo que o presente trabalho pretende abordar a aplicabilidade da governança corporativa, muito conhecida no mercado tradicional, às *startups*, como forma de mitigar os riscos que emergem da informalidade praticada no ecossistema inovador. A análise se mostra importante, já que o instituto recomenda a aplicação de ferramentas e controles internos, tanto aos processos decisórios da empresa, quanto às abordagens estratégicas do negócio. E, assim, institui uma formalidade que é usualmente bem-vista pelas partes interessadas, nas quais se incluem os investidores.

Assim, o objetivo deste trabalho é verificar a incidência das ferramentas de governança corporativa para as *startups*, considerando suas características particulares de empresa inovadora, como forma de conferir mais segurança às partes interessadas, por meio do controle de riscos. Para tal análise, abordar-se-á o tema em três capítulos, nos quais se empregará a análise bibliográfica, valendo-se da doutrina e da legislação para avançar no estudo proposto.

O primeiro capítulo se propõe a contextualizar e conceituar o termo “*startup*”, perpassando por percepções da legislação estrangeira, análises doutrinárias e, ao final, a definição trazida pelo novo Marco Legal das *Startups* e do Empreendedorismo Inovador. Também será abordado o papel do investidor frente à nova legislação e, a partir de então, serão analisadas as formas de investimento em *startups* instituídas no referido Marco Legal, partindo de uma divisão binária: *debt* e *equity* (dívida e participação, em uma tradução livre).

No segundo capítulo, partir-se-á à análise da governança corporativa. Da mesma forma, será feita uma contextualização e conceituação do instituto, avaliando-se os modelos

praticados no mundo e o modelo adotado no Brasil. Após esta abordagem, serão estudadas as ferramentas mais utilizadas, divididas em três frentes, de acordo com o seu objetivo principal: ferramentas de controle decisório, ferramentas de *compliance* e ferramentas estratégicas. Realizada a análise, tentar-se-á avaliar a incidência de forma mais geral destas ferramentas às *startups*.

Já o terceiro capítulo consistirá na avaliação da governança corporativa como meio para o gerenciamento de riscos. Tendo por início uma análise mais geral da definição de risco e da instituição da Lei Sarbanes-Oxley nos Estados Unidos, que constituiu importante referência mundial nos controles internos, a fim de mitigar riscos corporativos. Diante disso, será abordada a aplicabilidade da governança corporativa às *startups* relacionando-a ao efetivo controle de riscos, de forma mais prática, permeando quatro áreas principais: estratégia e sociedade; pessoas e recursos; tecnologia e propriedade intelectual; e processos e *accountability* (prestação de contas, em uma tradução livre).

Ao final, portanto, buscar-se-á avaliar a possibilidade, a efetividade e a importância da instituição de ferramentas da governança corporativa às *startups*, como forma de gerenciar riscos e, conseqüentemente, assegurar a confiança do investidor no negócio desenvolvido.

2 STARTUPS: AS EMPRESAS INOVADORAS

Neste capítulo, far-se-á uma abordagem a respeito do conceito de *startups*, sua previsão na Lei Complementar nº 182 de 2021 – Marco Legal das *Startups* e do Empreendedorismo Inovador, além de uma análise no que tange à entrada de investimento nestas empresas. Tratar-se-ão da figura do investidor na *startup* – se *debt* ou *equity* – e dos instrumentos jurídicos utilizados para a formalização dessas operações.

2.1 CONCEITUAÇÃO

Ao redor do mundo, as *startups* recebem conceituações diferentes, ora definidas em âmbito legal e ora popularmente. Alguns países adotaram em seus textos legislativos conceituações próprias e com parâmetros taxativos, que fazem com que haja clara distinção entre empresas, corporações tradicionais, e *startups*.

A Itália, por exemplo, lançou o “*The Italian Startup Act*”, um plano legislativo para facilitar e incentivar a criação e o crescimento de *tech companies* (empresas de tecnologia, em uma tradução livre). A lei, de início, conceitua e delimita as características de uma *startup*, para que se enquadre nas disposições legais. Entre elas, regula-se que a empresa deve: a) ser nova – com menos de 5 (cinco) anos de constituição; b) não ser inscrita nos mercados de ações regulares ou sistemas de negociação multilaterais; c) não distribuir dividendos; d) não ser resultado de operações de *Merger & Acquisitions* (M&A); e) desenvolver, produzir ou comercializar produtos ou serviços inovadores e com aspectos tecnológicos; f) ter sua sede na Itália; e g) faturar menos de 5 (cinco) milhões de euros anualmente (FEIGELSON et al. 2018, p. 23; MINISTRY OF ECONOMIC DEVELOPMENT, 2019).

Já na França, tem-se que *startup* é a empresa que: a) tenha sido constituída há menos de 8 (oito) anos; b) seja de pequeno ou médio porte, conforme os requisitos nacionais; e c) possua, ao menos, 50% (cinquenta por cento) de suas cotas detidas por terceiro empreendedor ou investidor, além de outros requisitos (FEIGELSON et al. 2018, p. 24).

Como se vê, em geral, as legislações possuem um padrão de conceituação de *startups*, que engloba oito aspectos principais, conforme leciona Feigelson et al. (2018, p. 24-27), que serão abordados a seguir: encontram-se em estágio inicial; têm caráter inovador; controlam custos; operam a partir de um “Produto Mínimo Viável”; preveem a escalabilidade do produto ou serviço; utilizam tecnologia no desenvolvimento da sua ideia; e situam-se em um campo de incertezas.

Inicialmente, os autores explicam que as *startups*, encontram-se em estágio inicial e possuem um caráter disruptivo em relação ao padrão de comércio tradicional praticado. Logo, quando emergem, não possuem processos e esquemas organizacionais bem definidos, sendo minimamente estruturadas para cumprirem o propósito a que se destinam: fornecer um produto ou serviço inovador. Inclusive, a título de exemplo, é notório no direito brasileiro a equivalência da expressão *startup* ao conceito de “empresas emergentes”, como aponta Lupi (2021, p. 4).

Por isso, as *startups* não podem ser concebidas como uma versão pequena de uma grande companhia, nem por seus sistemas, nem por sua cultura. Os produtos e serviços desenvolvidos por *startups* não tem o condão de atingir de pronto o público *mainstream*, ao contrário das grandes corporações, mas sim, buscam atingir um grupo menor de consumidores, com visão de mercado e tino inovador (DORF; BLANK, 2012, p. 17).

Como narrado anteriormente, Feigelson et al. (2018, p. 25) compreendem que as *startups* têm perfil inovador em relação à dinâmica tradicional de mercado e, portanto, visam proporcionar experiências, através de produtos e serviços, que sejam inéditos.

O’Sullivan e Dooley (2009, p. 5-6) apontam que inovação é usualmente confundida com o termo “invenção”. Porém há uma distinção básica entre os conceitos, enquanto a inovação é o aprimoramento de um produto ou um serviço já existente no mercado, a invenção é a criação de algo novo, que sequer era objeto de desejo do consumidor final.

Os autores dão o exemplo da criação da televisão. Quando inventada, o público não sabia que possuía o desejo de ter um aparelho eletrônico capaz de transmitir imagens e sons. Somente após a sua criação é que virou objeto de desejo massificado. Quando se fala em inovação, por sua vez, deve-se relacionar à melhoria, como por exemplo, a criação da televisão de tela plana, que aperfeiçoou a experiência do consumidor, experiência esta que já existia (O’SULLIVAN; DOOLEY, 2009, p. 5-6).

Apresentam, ainda, uma classificação dos tipos de inovação, dividindo-as em inovação incremental, radical e disruptiva. A primeira é a que tem por objetivo tornar o meio mais competitivo, aprimorando em aspectos menores um produto ou um serviço que já está em circulação. Pela inovação incremental, tem-se mais resultados a curto prazo. Seguindo o exemplo da televisão, seria como alterar a cor ou o formato, o que não impacta diretamente numa evolução do produto. Já a inovação radical é aquela que resulta em uma eficiência muito maior, também por meio da modificação de produtos ou serviços já existentes no mercado. Como, por exemplo, a inovação da tela plana, que aumentou largamente a demanda por televisores, criando um salto no segmento.

A última, disruptiva, deriva da radical, pois altera radicalmente um produto ou serviço em circulação e é geralmente vinculada à criação de novas tecnologias. É responsável por criar uma mudança no setor do produto ou serviço em que ocorre, forçando os concorrentes a se adaptarem à nova forma criada. Exemplificativamente, tem-se as televisões *smart*, que revolucionaram o ramo dos televisores (O’SULLIVAN; DOOLEY, 2009, p. 8-10).

Independentemente da classificação da inovação, deve-se endereçar que a percepção do caráter inovador tem por importância, além do viés disruptivo ao mercado usual, a alteração, ou a sua tentativa, sobre o comportamento dos consumidores e, por isso, tal percepção é diretamente atrelada ao contexto em que emerge a empresa. Por esse motivo, a inovação é percebida de formas diferentes a depender da localização geográfica, cultural ou social em que a empresa se encontra (MEIRA, 2013, p. 72).

Ademais, as *startups*, geralmente, não distribuem lucros como fazem as empresas e corporações tradicionais, posto que envidam seus melhores esforços (e neles incluem-se os valores) para reverter no desempenho do produto ou serviço desenvolvido (FEIGELSON et al. 2018, p. 25).

Elas reduzem investimentos em pessoal e operacional, envolvendo largamente cada fundador, utilizando-se, usualmente, do chamado *Bootstrapping* – “ato de amarrar ou prender a bota”, que nada mais é do que o aporte de recursos próprios dos fundadores na constituição da empresa (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE *STARTUPS*, 2017; FEIGELSON et al., 2018, p. 78). Nybo (2016, p. 31) explica que o *Bootstrapping* pode ser feito de duas maneiras: “(i) minimização da necessidade de financiamento por meio da obtenção de recursos a baixo custo; e (ii) aquisição de recursos sem a intervenção de bancos ou financiamento por meio de disposição de participação societária”. Assim, reduzem-se os custos em busca de um desenvolvimento sem uma alta mobilização de recursos.

Por operarem com baixos recursos em áreas que excedem o investimento necessário para o desenvolvimento do produto ou serviço, criam uma estrutura simples, que contém apenas o necessário para tal desenvolvimento, o que se chama no ramo de *MVP – Minimum Viable Product* (traduzido pelos autores como Produto Mínimo Viável) (FEIGELSON et al. 2018, p. 25). Essa figura alia um “mínimo de esforço” com um “mínimo de tempo de desenvolvimento possível”. Sendo, por vezes, os primeiros produtos ou serviços desenvolvidos carentes de algumas características, cuja necessidade aparecerá no futuro (NYBO, 2016, p. 31).

De mais a mais, assim como se espera uma manutenção baixa da empresa, também se almeja uma escalabilidade com a ideia desenvolvida, replicando um mesmo produto ou serviço para um grande número de clientes (FEIGELSON et al. 2018, p. 25). Nybo (2016, p. 32) aponta

que a escalabilidade é a capacidade de a empresa replicar e expandir seu modelo de negócios, sem aumentar seus custos. O desafio é o ponto chave para a obtenção de rentabilidade, a qual é decorrente de um crescimento exponencial da empresa.

Cumprido salientar que as *startups*, como regra, necessitam de aportes de terceiros para alcançarem esse objetivo de escalonar seus produtos e serviços. Isso porque, geralmente, o capital angariado pelos fundadores não é suficiente para atingir tal patamar. Por isso, necessitam de investidores, que integram ou não a empresa, por meio de instrumentos como o mútuo conversível e o investimento-anjo, que serão abordados mais detalhadamente no decorrer deste trabalho (FEIGELSON et al. 2018, p. 26).

Além disso, as *startups* se distinguem das empresas do mercado tradicional pela proximidade com o mundo da tecnologia. Geralmente, o produto ou serviço é desenvolvido e disponibilizado por meio de plataformas digitais ou outras formas de tecnologia (FEIGELSON et al. 2018, p. 26).

Finalmente, o fator que mais insere as *startups* em um patamar específico no mercado é o risco, posto que se diferencia totalmente do mercado tradicional em termos de previsibilidade. Como se extrai do exemplo do autor:

Uma padaria, por exemplo, é um modelo de negócio pequeno, mas existente há anos – consequentemente, os players deste mercado já sabem ou têm condições de saber como atuar. Já o oferecimento de um serviço por meio de aplicativo de mensagens instantâneas, dependendo da forma como se comporta e o que traz, é igualmente pequeno; mas completa ou parcialmente inédito, não estando inserido num contexto de conforto sob o qual repousam tais empresas comuns – o que torna o campo de atuação dos empreendedores bastante incerto (FEIGELSON et al. 2018, p. 26).

Inclusive, alguns autores colocam o campo das incertezas como o centro da definição do que é uma *startup*, como faz Ries (2012, p. 13), que a define como “uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza”. Sendo assim, a *startup* não depende somente de uma boa execução, mas sim, de diversos fatores que englobam esse risco a ser tomado, tanto pelos fundadores, como pelos investidores.

Além destes oito aspectos usualmente abordados para a definição do conceito de *startup*, também se observam critérios objetivos para tal conceituação, tais como o tempo de constituição da empresa e o seu tamanho, levando em conta principalmente o seu faturamento anual, sempre de forma concomitante ao caráter inovador e disruptivo (LUPI, 2021, p. 4).

No ordenamento jurídico brasileiro temos o recente Marco Legal das *Startups* e do Empreendedorismo Inovador, trazido pela Lei Complementar nº 182 de 1º de junho de 2021, cuja *vacatio legis* é de 90 (noventa) dias, entrando, portanto, em vigor em 29 de agosto do mesmo ano.

O Brasil optou por conceituar o termo *startup* em sua legislação, seguindo os passos de jurisdições como os exemplos narrados acima, a Itália e a França. Então, na mesma linha, o poder legislativo trouxe um capítulo específico sobre o enquadramento das empresas como *startups*, no qual consta:

Art. 4º São enquadradas como startups as organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados.

§ 1º Para fins de aplicação desta Lei Complementar, são elegíveis para o enquadramento na modalidade de tratamento especial destinada ao fomento de startup o empresário individual, a empresa individual de responsabilidade limitada, as sociedades empresárias, as sociedades cooperativas e as sociedades simples:

I - com receita bruta de até R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais) no ano-calendário anterior ou de R\$ 1.333.334,00 (um milhão, trezentos e trinta e três mil trezentos e trinta e quatro reais) multiplicado pelo número de meses de atividade no ano-calendário anterior, quando inferior a 12 (doze) meses, independentemente da forma societária adotada;

II - com até 10 (dez) anos de inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) da Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil do Ministério da Economia; e

III - que atendam a um dos seguintes requisitos, no mínimo:

a) declaração em seu ato constitutivo ou alterador e utilização de modelos de negócios inovadores para a geração de produtos ou serviços, nos termos do inciso IV do caput do art. 2º da Lei nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004; ou

b) enquadramento no regime especial Inova Simples, nos termos do art. 65-A da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006 (BRASIL, 2021).

Desse modo, o país comungou com os critérios do tamanho da empresa, mensurável a partir do seu faturamento bruto anual; do pouco tempo de existência, contando do seu registro no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica; e do caráter inovador, seja por declaração em ato constitutivo ou por registro no Inova Simples. Este, criado pela Lei Complementar nº 167, de 24 de abril de 2019, é responsável por conferir um regime especial e simplificado às empresas com viés disruptivo, como forma de incentivo ao empreendedorismo, fazendo, por si só, um filtro quanto à inovação exigida na nova lei.

Serão abordados, no tópico a seguir, mais aspectos sobre o referido Marco Legal e a sua relação com a entrada de investimento em *startups*.

2.2 O MARCO LEGAL DAS *STARTUPS* E DO EMPREENDEDORISMO INOVADOR E O PAPEL DO INVESTIDOR

O Marco Legal das *Startups* e do Empreendedorismo Inovador, instituído pela Lei Complementar nº 182 de 1º de junho de 2021, difere-se das demais leis, “pois voltado a estabelecer, de maneira ampla e geral, os princípios, garantias e direitos que organizarão o ecossistema das *startups* em seus mais variados domínios” (PINTO, 2021, p. 2).

Assim, define, de forma geral, diversos parâmetros de incentivo para futuras regulações da Administração Pública, além de fomentar o empreendedorismo inovador, por meio da estimulação da produtividade e da competitividade e de facilitações aos negócios, valorizando a segurança jurídica e a liberdade contratual (artigo 3º, da Lei Complementar nº 182/2021¹).

O Marco Legal trouxe benefícios e simplificações ao ecossistema das *startups*, como apresenta Lupi:

Pode-se classificar os benefícios em diferentes áreas, a saber: (i) societária, com flexibilização de formas societárias, a exemplo da sociedade anônima simplificada e a figura do investidor-anjo; (ii) tributária, com incentivo ao investimento em empresas inovadoras, a exemplo da manutenção de condição de beneficiária do regime do Simples Nacional em caso de investimento-anjo; (iii) regulatória, ilustrada pela previsão de um ambiente regulatório Marco Legal das *Startups* e do Empreendedorismo Inovador experimental; (iv) nas contratações públicas, com regras que permitem melhor acesso às compras governamentais de produtos e serviços providos por *Startups*; (v) no âmbito da propriedade industrial, com facilitação e priorização dos pedidos de registro; (vi) de investimento indireto, mediante alocação nas *Startups* de investimentos em pesquisa, desenvolvimento e inovação decorrentes de outorgas ou de delegações firmadas por meio de agências reguladoras (2021, p. 6-7).

Como se vê, os principais benefícios trazidos pela lei complementar têm por objetivo estimular o empreendedorismo inovador, por meio do incentivo a políticas públicas que tornem o meio mais acessível e frutífero no que tange o crescimento das *startups*, assim como reduzir as travas até então existentes para os empreendedores.

Quanto ao papel do investidor, a lei também buscou incentivar os investimentos, eximindo, dentro do possível, este das possíveis implicações decorrentes da participação na

¹ Art. 3º Esta Lei Complementar é pautada pelos seguintes princípios e diretrizes:

I - reconhecimento do empreendedorismo inovador como vetor de desenvolvimento econômico, social e ambiental;

II - incentivo à constituição de ambientes favoráveis ao empreendedorismo inovador, com valorização da segurança jurídica e da liberdade contratual como premissas para a promoção do investimento e do aumento da oferta de capital direcionado a iniciativas inovadoras;

III - importância das empresas como agentes centrais do impulso inovador em contexto de livre mercado;

IV - modernização do ambiente de negócios brasileiro, à luz dos modelos de negócios emergentes;

V - fomento ao empreendedorismo inovador como meio de promoção da produtividade e da competitividade da economia brasileira e de geração de postos de trabalho qualificados;

VI - aperfeiçoamento das políticas públicas e dos instrumentos de fomento ao empreendedorismo inovador;

VII - promoção da cooperação e da interação entre os entes públicos, entre os setores público e privado e entre empresas, como relações fundamentais para a conformação de ecossistema de empreendedorismo inovador efetivo;

VIII - incentivo à contratação, pela administração pública, de soluções inovadoras elaboradas ou desenvolvidas por startups, reconhecidos o papel do Estado no fomento à inovação e as potenciais oportunidades de economicidade, de benefício e de solução de problemas públicos com soluções inovadoras; e

IX - promoção da competitividade das empresas brasileiras e da internacionalização e da atração de investimentos estrangeiros (BRASIL, 2021).

sociedade, seja ela limitada ou anônima. É o que se extrai da leitura do artigo 8º do referido Marco Legal:

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

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

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

Parágrafo único. As disposições do inciso II do caput deste artigo não se aplicam às hipóteses de dolo, de fraude ou de simulação com o envolvimento do investidor (BRASIL, 2021).

Pode se observar, portanto, que o Marco Legal tratou de enumerar formas de investimento do tipo *debt* (dívida, em uma tradução simples), em primeira etapa (como será melhor endereçado no item subsequente), poupando o investidor das más consequências da participação societária, dentre elas, o atingimento do seu patrimônio pessoal por meio da desconsideração da personalidade jurídica.

Critica-se, porém, o disposto no inciso I, do artigo citado acima, pois determina a ausência de gerência do investidor sobre os atos da sociedade. Este ponto confronta alguns tipos de investimento, especialmente quando se trata do chamado *smart money*, que é o conhecimento agregado trazido pelo investidor à *startup* junto ao investimento, ou independentemente dele (PINTO, 2021, p. 5). Sørensen (2006, p. 2) explica que os investidores podem acrescentar às sociedades, além das questões financeiras, com: gerenciamento e monitoramento das empresas; acesso a grandes redes de contatos com fornecedores, clientes e até outros investidores; além da reputação, que pode ter um grande impacto no sucesso e no consequente *valluation* da *startup* investida.

Cabe ressaltar que o artigo 16, que altera o artigo 61-A da Lei Complementar nº 123 de 14 de dezembro de 2006, referente ao investimento-anjo, narra que “não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou a voto na administração da empresa, resguardada a possibilidade de participação nas deliberações em caráter estritamente consultivo, conforme pactuação contratual” (BRASIL, 2021). Permite-se, neste caso, a utilização do *smart money* (PINTO, 2021, p. 5).

Ressalvadas as críticas ao artigo 8º do Marco Legal, destaca-se a liberdade contratual conferida pela lei, cabendo aos fundadores e aos investidores delimitarem as regras que regem a relação. Ressalta-se que tal liberdade contratual é extremamente benéfica aos investimentos

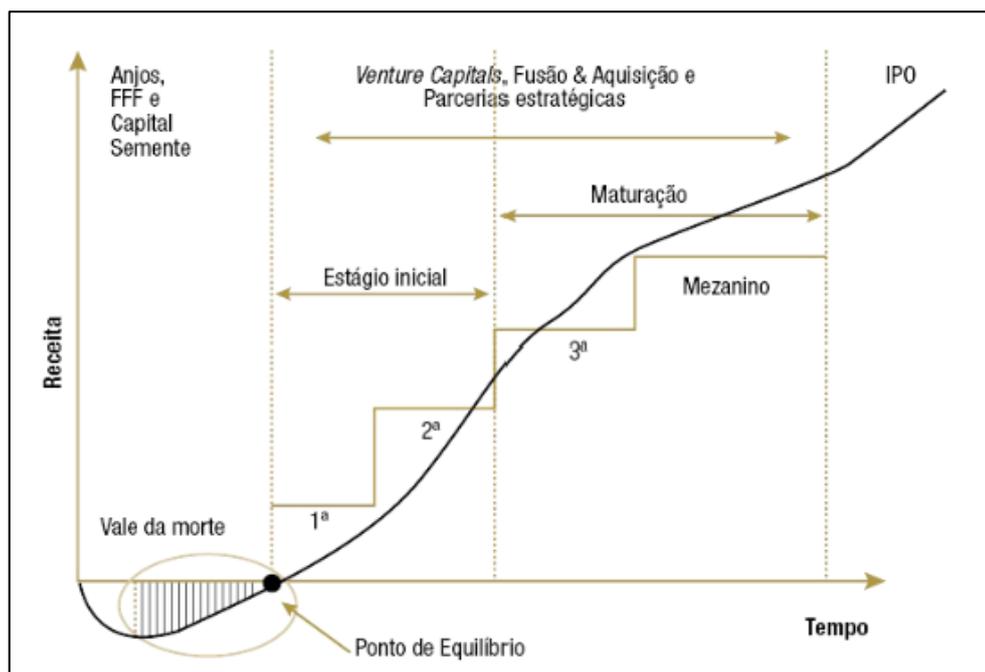
em *startups*, que possuem distintas fases de investimento e investidores em potencial, sendo mais adequado para cada um, uma forma de investimento, também, distinta.

Conforme exposto, as *startups* adquirem recursos para o início de suas atividades pelo *bootstrapping*, realizado pelos fundadores. Em um segundo momento, tem-se os aportes realizados pelos chamados *FFFs* – *Friends, Family and Fools* (amigos, família e tolos, em uma tradução livre), pelos investidores-anjos e pelo capital semente (*seed*). Como se trata de investimentos mais iniciais e menos sofisticados, é comum a estipulação de instrumentos jurídicos híbridos, que conferem segurança aos investidores, por não haver uma imediata participação na empresa (FEIGELSON et al., 2018, p. 84).

Após estes investimentos preliminares, a *startup* se encontra no chamado “vale da morte”, período em que a *startup* se encontra em fragilidade e com riscos de insucesso, pois “falta-lhe não só o capital financeiro para transformar a mesma em um negócio, mas experiência, conhecimento e relacionamentos que potencializem suas chances de sucesso” (CÂMARA DOS DEPUTADOS, 2014, p. 248; SILVA FILHO, 2019, p. 42).

Superada esta fase, é comum que a *startup* passe por rodadas de novos aportes, denominadas Séries A, B, C e D. As etapas visam, respectivamente: melhorar o produto ou o serviço; expandir o mercado; consolidar a *startup*; e suprir eventuais necessidades restantes da *startup* (FEIGELSON et al., 2018, p 85), elucidadas a Figura 1:

Figura 1 - Gráfico explicativo das fases de desenvolvimento de uma *startup*



Fonte: (FEIGELSON et al., 2018, p. 86).

Os instrumentos jurídicos necessários para a formalização dos instrumentos de investimento citados acima, encontrados no Marco Legal das *Startups* e do Empreendedorismo Inovador, serão abordados detalhadamente no item abaixo.

2.3 INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO EM *STARTUPS*

As formas de investimento são tradicionalmente definidas pelo binômio *debt versus equity* (dívida ou participação, em uma tradução livre). Feigelson et al. (2018, p. 69-70) indica que no investimento dívida, o credor aporta valores vislumbrando um retorno futuro na devolução do montante, com correção monetária, juros e outras penalidades pactuadas. Já no investimento capital, o credor tem o interesse na participação no negócio, o que se operará por meio da conversão desse investimento em parcelas da empresa investida.

O que se vislumbra diante deste binômio é que, enquanto a dívida propulsiona negócios por meio puramente do reforço em dinheiro, o capital traz outros benefícios à empresa, como explica Feigelson et al.:

Gompers e Lerner (1999) atribuem ao *equity* um importante papel no financiamento de novas indústrias. De acordo com os autores, esta é a principal atividade de fundos de *Venture Capital* ou “capital empreendedor”: a compra de participação nas empresas. De fato, a presença do investidor como um quotista ou acionista de uma empresa significa afirmar que este ainda poderá auxiliar na gestão, para seu próprio crescimento.

Esse conhecimento agregado que o investidor pode trazer para uma *startup* ao investir nela é conhecido como *smart Money*. Sorensen (2007) afirma que investidores experientes podem agregar valor em uma empresa de muitas formas: a) auxiliando no monitoramento e gestão da empresa; b) permitindo acesso a uma rede de contatos (*network*) maior, o que amplia e torna mais eficaz a busca por fornecedores, clientes e administradores; e c) agregando um valor de mercado à empresa, por meio de sua própria reputação. Neste sentido, Sorensen apresentou dados que comprovam empiricamente a maior probabilidade de uma empresa pública inicial de suas ações da bolsa de valores. Esse efeito, segundo o autor, é ainda mais relevante quando se trata de um investimento em empresa nascente (2018, p. 73).

Logo, é comum que no meio das *startups* os investimentos se deem na forma de aporte em troca de capital, ou por meio de instrumentos híbridos. Estes podem conter uma possibilidade de conversão em participação e hipóteses em que o retorno ao investidor se dá na forma de dívida.

O Marco Legal das *Startups* e do Empreendedorismo Inovador – Lei Complementar nº 182/2021 institucionalizou seis instrumentos, já em uso no mercado: a) contrato de opção de subscrição de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e a empresa; b) contrato de opção de compra de ações ou de quotas; c) debênture conversível; d) contrato de mútuo conversível

em participação societária; e) sociedade em conta de participação; e f) contrato de investimento-anjo. Os quais serão analisados a seguir.

2.3.1 Opção de Subscrição ou de Compra de Ações ou Quotas

O contrato de opção de subscrição ou de compra pode ser definido como um contrato preparatório ou preliminar, nos termos do artigo 462 e seguintes, do Código Civil², em que as partes pactuam o direito de adquirir – ou subscrever – ações ou quotas, mediante investimento. Tal classificação contratual se deve ao fato de não ser um contrato completo por si só para finalizar a operação, posto que carece de um contrato definitivo posterior, responsável por formalizar a compra e venda das ações ou quotas (IGLESIAS, 2011, p. 148).

Define-se, portanto, que “o investidor efetuará um pagamento para adquirir o direito de comprar no futuro, a um valor pré-fixado (normalmente proporcional ao capital integralizado de acordo com o contrato social), participação societária na *startup* do futuro” (FEIGELSON et al., 2018, p. 131).

A opção de compra pode ser entendida sob duas óticas: a compra de ações ou quotas já existentes e a subscrição de novas ações ou quotas, gerando, conseqüentemente, o aumento de capital social. Na primeira hipótese, insurge-se o investidor em face das ações ou quotas pertencentes aos fundadores e demais acionistas ou sócios, os quais, por força do contrato, obrigam-se a vendê-las. Já a segunda previsão é exercida em face da sociedade, que deve emitir novas ações ou quotas, as quais são subscritas nos moldes do contrato de subscrição, descrito acima, quando atingido o termo ou a condição especificada no instrumento (SILVA FILHO, 2019, p. 66-67).

Importante elucidar que a subscrição de ações é uma forma de investimento comum no mercado tradicional, cuja aplicabilidade também é vista em *startups*. Coelho define a subscrição como (2019, p. 124):

Ato unilateral de vontade da pessoa interessada em se tornar titular da ação emitida. Por meio dele, o subscritor adere às condições estabelecidas pela sociedade emissora, isto é, manifesta a sua concordância com o preço de emissão, condições de pagamento, datas de vencimento das obrigações etc. quando se trata de ingresso de novo investidor no quadro de acionista, o ato de subscrição também tem o sentido de adesão às regras do estatuto da sociedade.

²Art. 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 arrependimento, qualquer das partes terá o direito de exigir a celebração do definitivo, assinando prazo à outra para que o efetive (BRASIL, 2002).

Este ato unilateral é operado a partir da emissão prévia de ações ou quotas por parte da companhia ou sociedade limitada, que são ofertadas de forma privada ou pública (somente no caso das ações de companhias abertas), como uma forma de autofinanciamento, conforme explica Coelho (2019, p. 123). Tem-se como regra que a subscrição de ações somente poderá ser realizada a partir do momento em que 75% ou 3/4 do capital social da companhia tenha sido integralizado, nos termos do artigo 170, *caput*, da Lei de S.A. – Lei 6.404 de 1976³.

E, para a definição do preço de emissão das ações ou quotas, os parâmetros utilizados deverão ser os fixados em Estatuto Social ou Contrato Social, respectivamente. Ademais, deverão vislumbrar, alternativa ou cumulativamente, os pontos do artigo 170, § 1º, da Lei de S.A.: “I – a perspectiva de rentabilidade da companhia; II – o valor do patrimônio líquido da ação; e III – a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado” (BRASIL, 1976).

Deve-se ter atenção à incidência do ágio, posto que pode acabar por restringir o direito de preferência dos acionistas ou sócios, como se extrai da explicação de Mamede:

Imagine-se uma companhia na qual os trabalhadores tenham 10% das ações ordinárias; se o preço de emissão das novas ações contiver ágio elevado, muitos desistirão de adquiri-las, reduzindo sua participação na companhia. Por isso a submissão às balizas acima enumeradas. Aliás, o artigo 170, § 7º, determina que a proposta de aumento do capital esclareça qual o critério adotado, entre os numerados, justificando pormenorizadamente os aspectos econômicos que determinaram a sua escolha. De qualquer sorte, o problema sempre se resolverá em concreto, não raro exigindo a intervenção do Judiciário que, para solucioná-lo, levará em conta não só os interesses da companhia, como, igualmente, os interesses dos minoritários, além de preocupar-se com os princípios inscritos nos artigos 115 e 117 da Lei 6.404/76, quando se ocupam do *abuso do direito de voto* e do *abuso de poder no exercício do controle acionário* (2018, p. 267-268, grifo no original).

Dessa forma, a emissão e subscrição de novas ações ou quotas deve ser prevista conforme o caso concreto da sociedade e de acordo com as necessidades e oportunidades de investimento almejadas.

Cabe indicar que, em geral, uma vez formalizada a subscrição ou a compra de ações não pode haver revogação, pois não há um direito expresso de arrependimento pela compra ou uma forma de distrato que possa ser formulada. Isso porque, a partir da entrada do investidor na sociedade, por meio da aquisição de ações ou quotas, este se torna acionista ou sócio como os demais, podendo retirar-se da sociedade da forma que estipula a lei ou o documento constitutivo da empresa. E, portanto, sendo o investidor parte da sociedade, este adquire

³Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações (BRASIL, 1976).

responsabilidades não só perante os sócios, mas, também, perante terceiros (COELHO, 2019, p. 125). Há, apenas, uma hipótese em que pode haver retratação por parte do investidor, que é quando este se arrepende da operação antes da declaração de aceite, conforme se extrai do artigo 433, do Código Civil⁴.

O contrato de opção de subscrição ou de compra é um instrumento muito utilizado, especialmente em aceleradoras de *startups*, pois é de fácil implementação e gerenciamento, fatores que reduzem os custos operacionais; e tem características que se alinham a este tipo de negócio, que geralmente investe mais em ativos intangíveis do que em valores propriamente ditos (SILVA FILHO, 2019, p. 66). Cumpre ressaltar que estes contratos usualmente estipulam o preço das ações ou das quotas no momento da assinatura, ou seja, anteriormente ao exercício da opção de compra ou subscrição. E, por conta disso, Coelho e Garrido trazem a seguinte situação:

Como normalmente o desembolso dos valores nesta modalidade de investimento ocorrem somente no exercício da opção, muitos investidores optam por realizar uma aquisição de opção de compra de participação societária, na qual já entregam os valores monetários aos empreendedores e condicionam o exercício da opção a um pagamento simbólico (2016, p. 121-122).

Dessa forma, é um instrumento híbrido (*debt e equity*), que confere ao investidor a possibilidade de converter seus aportes em participação societária, mediante a compra de ações ou quotas já existentes ou da subscrição de novas ações ou quotas no futuro. É uma forma de investimento bastante similar ao mútuo conversível e, por este motivo, far-se-á uma diferenciação entre eles no tópico a seguir.

2.3.2 Mútuo Conversível

O mútuo conversível é um instrumento de investimento híbrido e complexo, que prevê uma conversão em participação societária e, subsidiariamente, uma quitação por meio do pagamento da dívida ao credor, com acréscimo de juros, conferindo mais segurança à operação. É considerado híbrido porque ao mesmo tempo que é um contrato de dívida (*debt*), é, também, um contrato de participação (*equity*), sendo que esta é futura. É, também, complexo, pois regula várias previsões, dentre elas parâmetros e metas que balizam a relação das partes e determinam de que forma o pagamento da dívida será realizado (FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS et al., 2014, p. 16).

⁴Art. 433. Considera-se inexistente a aceitação, se antes dela ou com ela chegar ao proponente a retratação do aceitante (BRASIL, 2002).

Diferentemente do contrato de opção de compra, no mútuo conversível o aporte é feito antes da efetiva entrada do investidor na empresa, que neste caso, é marcada pela conversão da dívida em participação. Ainda, em distinção ao instrumento anteriormente abordado, sobre o mútuo conversível incide o imposto IOF, enquanto na opção de compra há a incidência do Imposto de Renda, já que há a entrada imediata das ações ou quotas no patrimônio do investidor (FEIGELSON et al., 2018, p. 132).

É, em sua essência, uma derivação das *convertible notes* (notas conversíveis, em tradução livre) presentes no direito norte-americano, que são títulos conversíveis em participação societária, a critério do credor (FEIGELSON et al., 2018, p. 129). Além dessa inspiração, o mútuo conversível encontra respaldo na legislação brasileira, posto que decorre do contrato de mútuo tradicional, que é definido pelo Código Civil como:

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.

Art. 587. Este empréstimo transfere o domínio da coisa emprestada ao mutuário, por cuja conta correm todos os riscos dela desde a tradição (BRASIL, 2002).

No caso de investimentos, também se trata de um empréstimo de coisas fungíveis (pecúnia ou outros meios necessários à empresa investida, como know-how, aconselhamento etc.), em que, porém, prevê-se a conversão da contrapartida do mutuário em participação societária, ou seja, em aquisição de ações ou quotas sociais (TAKADA, 2016, p. 3-4). Importante salientar que o mútuo é tido como um contrato unilateral, posto que apenas uma das partes se obriga, a mutuária. Ademais, não é considerado um negócio jurídico solene, podendo ser firmado por instrumento particular, ou por mera contratação oral entre as partes (TAKADA, 2016, p. 3).

Quanto ao fator da conversibilidade, trata-se de uma clássica estipulação de obrigação alternativa, nos moldes do artigo 252⁵, do Código Civil, em que, entretanto, usualmente se convencionou que a opção cabe ao credor e não ao devedor, ao contrário do que se prevê na legislação. E, por isso, entende-se que a opção pelo pagamento do mútuo em pecúnia, com incidência de juros e demais encargos fixados, é meramente residual, sendo somente aplicada em caso de não atingimento do sucesso esperado da *startup* investida (SILVA FILHO, 2019, p. 69).

A lógica básica deste instrumento é a formalização de um prazo, em conjunto com uma condição e/ou um termo, para que a conversão em participação societária se

⁵ Art. 252. Nas obrigações alternativas, a escolha cabe ao devedor, se outra coisa não se estipulou (BRASIL, 2002).

operacionalize. Com estes aspectos, instituem-se dois cenários: o primeiro em que a *startup* atinge os patamares estabelecidos no instrumento, considerando-se bem-sucedida e permitindo a formalização da conversão em ações ao credor; e o segundo, em que a *startup* não atinge as métricas estabelecidas e o credor opta pelo recebimento dos valores aportados na forma tradicional, por meio de pagamento com incidência de juros.

Este primeiro cenário pode ser operado também de duas formas, uma em que o investidor tem uma conversão obrigatória, a partir do atingimento dos patamares de desenvolvimento estabelecidos contratualmente, especialmente atrelados ao atingimento de liquidez; e outra por mera deliberação do investidor, que para efetuar a operação, notifica a *startup* do seu interesse em converter seu investimento em participação societária.

Nesta toada, tem-se como principais cláusulas do contrato de mútuo financeiro, como ensinam Coelho e Garrido (2016, p. 122-127) o termo ou a condição suspensiva; o Acordo de Sócios ou de Acionistas, *Tag Along* e *Drag Along*; multa contratual e solidariedade entre empresa e sócios ou acionistas.

Quanto à primeira cláusula, é importante definir termo e condição, sob a ótica do Direito Civil, para que seja possível associar as figuras às situações dispostas em contratos de mútuo conversível.

Termo e condição são modalidades acessórias do negócio jurídico, como ensina Gomes (2019, p. 291-292). Tais modalidades são vistas como opostas pelo autor, sendo que, usualmente, ou há termo ou há condição sobre uma determinada disposição. Porém, nos contratos de mútuo conversível, tem-se que é possível a existência das duas disposições alternativas, o que muitas vezes ocorre de forma subsidiária (COELHO; GARRIDO, 2016, p. 123).

Condição é a “disposição acessória que subordina a eficácia, total ou parcial, do negócio jurídico a acontecimento futuro e incerto” (GOMES, 2019, p. 292). Trata-se de uma manifestação da vontade que impõe requisitos para que determinado evento se concretize no futuro, limitando, portanto, a execução do ato jurídico. Na maioria dos contratos de mútuo conversível é estabelecida a condição. Isso porque, os eventos futuros de uma *startup* são muito mais incertos do que certos. Por exemplo, uma condição muito utilizada é atrelada a outras rodadas de investimento, hipóteses que são meramente especulativas.

Já o termo, por sua vez, assemelha-se à condição por restringir a eficácia do negócio jurídico. Porém, em distinção, o faz com relação a um evento futuro e certo. Nas palavras de Gomes: “Na condição, o se; no termo, o quando” (2019, p. 293, grifo no original). É menos utilizado em contratos de mútuo conversível, pois mais improváveis os eventos certos

suficientes a embasarem uma conversão em participação societária. Seria o caso, por exemplo, do atingimento de alguns anos de criação da *startup*. Por isso, geralmente, o termo é utilizado como uma disposição subsidiária, sendo hipótese mais segura, utilizada somente no caso de a condição não se concretizar. Até porque, como explicam Coelho e Garrido:

A aplicação prática desta diferenciação diz respeito ao fato de que, enquanto não cumprida a condição a que se subordinam os efeitos do exercício da opção, não se terá adquirido o direito, causando certa insegurança ao investidor, conforme o art. 125, do Código Civil (2016, p. 123).

Portanto, estas disposições alternativas são escolhidas e negociadas entre investidor(es) e fundador(es) a depender do nível de segurança esperado na operação e, claro, dos interesses particulares de cada parte.

Coelho e Garrido (2016, p. 123-124) também elencam a exigência de constituição de um Acordo de Sócios ou Acionistas, assim que realizada a opção de compra, como cláusula importante para a formalização do mútuo conversível.

É um compromisso muito comum no meio dos investimentos em *startups*, pois tem o condão de gerir o relacionamento dos sócios e dispor sobre compra e venda de ações, preferência de aquisição, deliberações, entre outros assuntos, que serão acordados e posteriormente arquivados na sede da sociedade, devendo ser obedecidos pelos sócios. E, ainda, é uma das ferramentas de governança corporativa, como será abordado neste trabalho.

Como explica Coelho (2019, p. 308), a relação entre sócios ou acionistas são muito instáveis, como em qualquer outra relação social, e, por isso, precisam de diretrizes mais rígidas que regulem e estabilizem a relação, blindando-a de mudanças de interesses, humores, ou questões pessoais que possam emergir. Desta maneira, o Acordo de Sócios ou Acionistas serve como uma segurança ao investidor, pois torna previsíveis alguns procedimentos e rumos da empresa, sendo importante exigência a ser incluída em instrumentos de investimento, como veremos com mais detalhes no decorrer deste trabalho.

Quanto às cláusulas de *Tag Along* e *Drag Along*, usualmente previstas no Acordo de Sócios ou Acionistas, tem-se que são “direitos de exigência”. O *Tag Along* é a cláusula que pactua o direito de saída do sócio minoritário, também chamada de “cláusula de direito de venda conjunta”, em caso de venda pelo sócio majoritário ou controlador da sua participação na sociedade. É uma proteção ao sócio minoritário, para que este não seja forçado a se relacionar com novo controlador, cuja escolha a ele não foi endereçada (COELHO; GARRIDO, 2016, p. 125).

Já a cláusula de *Drag Along* é conhecida como a “cláusula de direito de exigência de venda conjunta”, em que se protege o sócio controlador ou majoritário. Isso porque, existindo a cláusula, em caso de proposta de compra, poderá ser exigida a venda por parte dos sócios minoritários, cuja convivência não interesse ao adquirente, seja pela relação entre as partes ou por questões estratégicas (COELHO; GARRIDO, 2016, p. 125).

Neste sentido, a pactuação destas cláusulas, em Acordo de Sócios ou Acionistas, é crucial para a mínima previsibilidade e garantia da participação do investidor que almeja a conversão em participação societária.

Quanto a esta última disposição, referente à multa contratual e à solidariedade entre empresa e fundadores, trazida por Coelho e Garrido (2016, p. 126), tem-se um claro receio por parte dos investidores quando da formalização do mútuo conversível e, por isso, é comum a instituição de multa por descumprimento. Essa multa não é referente ao fracasso da *startup* em relação aos parâmetros de sucesso determinados no instrumento, até porque tal fato não pode ser imputado ao fundador, já que esse tipo de investimento é, em sua essência, arriscado. A multa, nessa toada, vem para penalizar o fundador que comete um ato culposo ou doloso que traz prejuízos inesperados à empresa.

Neste sentido, a multa contratual surge na intenção de respaldar o investidor, estimando perdas e danos, no caso de a parte contrária não cumprir suas obrigações na forma estipulada contratualmente. Além disso, a multa exerce um papel de coação frente ao fundador da *startup* para que cumpra o contrato da forma devida e até o seu término.

Já a solidariedade entre empresa e sócios ou acionistas é geralmente escolhida pelos investidores também como uma ferramenta de segurança. Isso porque, convencionada a solidariedade, os fundadores respondem igualmente à empresa, cabendo ao investidor, em caso de cobrança da multa ou outra penalidade, executar qualquer das partes.

Feigelson et al. (2019, p. 131) ainda inclui como cláusulas comuns: a transformação da sociedade em Sociedade por Ações; a estipulação de direitos mínimos às ações; a formalização dos atos; e a quitação do mútuo.

2.3.3 Debêntures Conversíveis

As debêntures são muito similares ao contrato de mútuo. Isso porque, também decorrem de uma situação de empréstimo de bens fungíveis, em que o credor se caracteriza como mutuante e o devedor como mutuário. Diferem-se, porém, pelo fato de a debênture ser

uma previsão exclusiva das sociedades anônimas, de emissão de um valor mobiliário, e por se caracterizarem como “parcelas de um contrato de mútuo” (COELHO, 2019, p. 150).

Sobre a exclusividade de emissão de debêntures por Sociedades Anônimas, há dissonâncias nas Juntas Comerciais ao redor do Brasil e, também, na doutrina. Isto se dá pela ausência de vedação expressa à prática pela legislação, já que a Lei 6.404 de 1976 é aplicável supletivamente às sociedades limitadas (SILVA; FLACH, 2016, p. 152-153). Mas, independentemente da discussão a respeito do tema, será abordado, neste trabalho, o entendimento majoritário, que defende a emissão de debêntures exclusivamente por Sociedades Anônimas.

Neste sentido, as debêntures, que são, na prática, títulos executivos extrajudiciais (nos termos do artigo 784, inciso I, do Código de Processo Civil⁶), estão previstas na Lei de S.A. – Lei 6.404/1976, em que, entretanto, não apresenta definição. Nesse sentido, dispõe seu artigo 52: “A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado” (BRASIL, 1976).

Já as doutrinas tradicionais apresentam definições seguinte linha:

Assim, diz-se que aquele que subscreve a debênture está emprestando à sociedade anônima o valor investido na sua subscrição, e esta, a partir do momento em que emite a debênture para o investidor que a subscreveu, assume o dever de pagar posteriormente a este o valor respectivo, na forma prescrita no seu certificado ou na escritura de emissão, conforme o caso (SANTA CRUZ, 2019, p. 424).

Portanto, este valor mobiliário define um crédito do debenturista com a sociedade anônima, regulando, assim como no mútuo, os valores, garantias, prazos e obrigações de cada parte. Mas, estes elementos, ao invés de serem definidos em um contrato, são estipulados em um certificado e/ou escritura de emissão.

Quanto ao preço, Coelho (2019, p. 150) ensina que as debêntures têm um valor nominal, que pode ou não corresponder ao valor emprestado pelo investidor, a depender da negociação entre as partes. Se maior, figura-se o ágio ou o prêmio de emissão, que é uma forma de constituição de receita da empresa.

É necessário, para a emissão de debêntures, que haja deliberação em assembleia geral, pois a ela compete privativamente tal função. Porém, vislumbra-se situação em que a emissão pode ser realizada pelo Conselho de Administração, quando estas não são conversíveis e quando

⁶ Art. 784. São títulos executivos extrajudiciais:

I - a letra de câmbio, a nota promissória, a duplicata, a debênture e o cheque; (BRASIL, 2015).

não possuem garantia real (artigo 59, *caput* e §1º, da Lei de S.A.⁷). Ainda, pode ser de competência delegada do Conselho de Administração, a estipulação de definições de detalhes da operação, inclusive de debêntures não conversíveis. Situação em que se restringirão os limites para a atuação do órgão (artigo 59, § 2º, da Lei de S.A.⁸).

Como se pode observar, as debêntures são títulos que permitem negociação e um certo grau de livre estipulação quanto às condições e cláusulas, nos limites do que é determinado pela Lei de S.A. Uma das possibilidades de negociação entre as partes é a pactuação de cláusula de conversibilidade em ações. Para que seja possível tal estipulação, é necessário que sejam especificadas, de acordo com o artigo 57, *caput*, da Lei de S.A.:

- I - as bases da conversão, seja em número de ações em que poderá ser convertida cada debênture, seja como relação entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão das ações;
- II - a espécie e a classe das ações em que poderá ser convertida;
- III - o prazo ou época para o exercício do direito à conversão;
- IV - as demais condições a que a conversão acaso fique sujeita (BRASIL, 1976).

Estipuladas as condições acima e realizada a conversão, o investidor assume o papel de acionista, aumentando-se, conseqüentemente, o capital social (COELHO, 2019, p. 151).

2.3.4 Sociedade em Conta de Participação

A Sociedade em Conta de Participação (SCP), embora tenha este nome, não se caracteriza como um tipo de sociedade. Isso se dá pelo fato de que, diferentemente das sociedades empresárias, a SCP é ente despersonalizado, secreto, sem nome empresarial e sem capital social. A falta de personalidade jurídica da SCP advém do fato de que ela não é levada a registro na Junta Comercial. Já que “a sociedade adquire personalidade jurídica com a inscrição, no registro próprio e na forma da lei, dos seus atos constitutivos” (artigo 985, do Código Civil⁹). E, portanto, falta-lhe o requisito básico para a constituição de uma pessoa jurídica: o registro.

⁷Art. 59. A deliberação sobre emissão de debêntures é da competência privativa da assembléia-geral, que deverá fixar, observado o que a respeito dispuser o estatuto: [...]

§ 1º Na companhia aberta, o conselho de administração pode deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações, salvo disposição estatutária em contrário (BRASIL, 1976).

⁸§ 2º O estatuto da companhia aberta poderá autorizar o conselho de administração a, dentro dos limites do capital autorizado, deliberar sobre a emissão de debêntures conversíveis em ações, especificando o limite do aumento de capital decorrente da conversão das debêntures, em valor do capital social ou em número de ações, e as espécies e classes das ações que poderão ser emitidas (BRASIL, 1976).

⁹ Art. 985. A sociedade adquire personalidade jurídica com a inscrição, no registro próprio e na forma da lei, dos seus atos constitutivos (arts. 45 e 1.150) (BRASIL, 2002).

Da mesma forma, por não ser levada a registro, a SCP não cumpre com a obrigação da publicidade dos atos, necessária para as sociedades empresárias. Tal o é, que por serem órgãos públicos, as Juntas Comerciais têm o dever de tornar públicos os atos relativos aos empresários, de qualquer sorte. Inclusive, a obrigação se deve ao direito de acesso instituído na Lei de Registros Públicos de Empresas Mercantis – Lei nº 8.934 de 1994 – além do artigo 1.152, do Código Civil¹⁰ – que narra em seu artigo 29: “qualquer pessoa, sem necessidade de provar interesse, poderá consultar os assentamentos existentes nas juntas comerciais e obter certidões, mediante pagamento do preço devido” (BRASIL, 1994).

Quanto ao nome empresarial, tem-se que, em não havendo personalidade jurídica, também não há este direito, posto que:

O direito ao nome empresarial, segundo a doutrina majoritária, é um direito personalíssimo. A importância do nome empresarial como elemento identificador do empresário e suas relações jurídicas é tão grande que o Superior Tribunal de Justiça já decidiu que, havendo mudança de nome empresarial, deve haver a outorga de nova procuração aos mandatários da sociedade empresária (SANTA CRUZ, 2019, p. 113).

Por não ter personalidade jurídica, ainda, a SCP não constitui patrimônio comum entre os sócios, apto a caracterizar capital social. O que é constituído pela sociedade é um “patrimônio especial”, nos termos do artigo 994, *caput*, do Código Civil¹¹. Mas, mesmo havendo um patrimônio especial constituído pelos sócios, a responsabilidade perante terceiros é apenas atribuída ao sócio ostensivo e, portanto, este patrimônio só faz efeitos internamente, perante os sócios (SANTA CRUZ, 2019, p. 326-327).

É por isso que, na SCP, a simples ação de prestação de contas entre sócio ostensivo e sócio participante (ou sócio oculto) é suficiente para a sua liquidação, ao invés da dissolução da empresa (SANTA CRUZ, 2019, p. 324). Portanto, verifica-se que a Sociedade em Conta de Participação se difere dos demais tipos de sociedades empresárias, concluindo-se que nada mais é do que um contrato de investimento, como os demais abordados neste tópico.

Quanto ao seu funcionamento, a SCP é constituída por um sócio ostensivo, responsável pelo desenvolvimento da atividade econômica, e por sócios participantes ou ocultos, que em geral, aportam valores para o andamento desta atividade. A respeito, dispõe o Código Civil:

¹⁰Art. 1.152. Cabe ao órgão incumbido do registro verificar a regularidade das publicações determinadas em lei, de acordo com o disposto nos parágrafos deste artigo.

§ 1º Salvo exceção expressa, as publicações ordenadas neste Livro serão feitas no órgão oficial da União ou do Estado, conforme o local da sede do empresário ou da sociedade, e em jornal de grande circulação.

§ 2º As publicações das sociedades estrangeiras serão feitas nos órgãos oficiais da União e do Estado onde tiverem sucursais, filiais ou agências (BRASIL, 2002).

¹¹ Art. 994. A contribuição do sócio participante constitui, com a do sócio ostensivo, patrimônio especial, objeto da conta de participação relativa aos negócios sociais (BRASIL, 2002).

Art. 991. Na sociedade em conta de participação, a atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente pelo sócio ostensivo, em seu nome individual e sob sua própria e exclusiva responsabilidade, participando os demais dos resultados correspondentes.

Parágrafo único. Obriga-se perante terceiro tão-somente o sócio ostensivo; e, exclusivamente perante este, o sócio participante, nos termos do contrato social (BRASIL, 2002).

Necessário pontuar que o caráter secreto da SCP não se confunde com o sigilo empresarial, que resguarda às empresas no tocante ao sigilo dos livros empresariais. Pois, como instrumento de investimento, a SCP resguarda o investidor, sendo o sócio ostensivo inteiramente responsável perante terceiros, blindando o sócio participante, a quem somente resta a responsabilidade em relação ao primeiro. Dessa forma, as empresas que possuem negócios com a sócia ostensiva não necessitam ter conhecimento da existência da Sociedade em Conta de Participação, posto que, havendo quaisquer problemas, insurgir-se-ão em face do sócio ostensivo. E é deste fator que decorre o caráter secreto da SCP (COELHO, 2019, p. 454).

É um instrumento que não carece de solenidade, podendo ser provado por qualquer meio admitido em direito (artigo 992, do Código Civil¹²), sendo necessário, apenas, o registro no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ), conforme a Instrução Normativa n° 1.863 de 2018¹³. Porém, isso não significa que não haja contrato entre as partes, que regule a forma da participação do investidor e demais termos para o andamento do contrato de investimento (SANTA CRUZ, p. 326).

Por fim, cabe destacar que, diferentemente dos demais instrumentos de investimento, a SCP não opera uma completa participação na atividade econômica desenvolvida pelo sócio ostensivo. Isso se dá em virtude de o sócio participante não possuir ingerência sobre os rumos da empresa, já que não participa da gestão ou, sequer, das deliberações, participando apenas da distribuição dos lucros.

2.3.5 Investimento-Anjo

O investimento-anjo foi instituído na legislação brasileira a partir da Lei Complementar n° 155, de 27 de outubro de 2016, que alterou a Lei Complementar n° 123 de 14 de dezembro de 2006 – Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte. Mais recentemente, o Marco Legal das *Startups* e do Empreendedorismo Inovador – Lei

¹²Art. 992. A constituição da sociedade em conta de participação independe de qualquer formalidade e pode provar-se por todos os meios de direito (BRASIL, 2002).

¹³ Art. 4º São também obrigados a se inscrever no CNPJ: [...] XVII - Sociedades em Conta de Participação (SCPs) vinculadas aos sócios ostensivos (RECEITA FEDERAL DO BRASIL, 2018).

Complementar nº 182 de 1º de junho de 2021, modificou alguns dispositivos, para inserir a previsão do investimento-anjo e do contrato de participação no novo ecossistema criado pelo Marco.

Após as alterações legislativas, a Lei Complementar nº 123/06 conceitua o investimento-anjo como o incentivo às “atividades de inovação e os investimentos produtivos” em microempresas (ME) ou empresas de pequeno porte (EPP), no qual não há integração destes aportes ao capital social da empresa (artigo 61-A, da referida Lei Complementar). Estes aportes poderão ser feitos por pessoa física, jurídica ou por fundos de investimento. Mas, geralmente, tem-se que o investidor-anjo é uma pessoa que não possui uma estrutura muito solidificada de respaldo e, portanto, é consolidado no Brasil que este tipo de investidor não integra o quadro social da empresa, para evitar riscos, dentre eles o trabalhista (FEIGELSON et al., 2018, p. 133). Inclusive, é nesta linha que preceitua a Lei Complementar nº 123/06, em seu artigo 61-A, § 4º, I e II, que define que o investidor-anjo:

- I - não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou a voto na administração da empresa, resguardada a possibilidade de participação nas deliberações em caráter estritamente consultivo, conforme pactuação contratual;
- II – não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 – Código Civil; (BRASIL, 2006).

Dessa forma, vê-se uma forma de proteção ao investidor-anjo, no tocante à manutenção dos incentivos à modalidade de investimento. Destaca-se, além disso, que os investidores-anjos, na maioria das vezes, liberam-se da cobrança do imposto sobre renda retido na fonte (IRRF). Explica-se, a Receita Federal (RFB), em sua Instrução Normativa nº 1.719 de 21 de julho de 2017, determinou a incidência do imposto sobre remunerações periódicas e sobre resgates, em contratos de participação¹⁴. Assim, tem-se que a “receita tributou o repasse de resultados aos investidores, o que pouco ocorre no momento em que normalmente o investimento-anjo é operado – pelo simples fato de que, neste ponto de sua existência, geralmente a *startup* ainda não atingiu o *breakeven*¹⁵” (FEIGELSON et al., 2018, p. 135).

¹⁴Art. 5º Os rendimentos decorrentes de aportes de capital efetuados na forma prevista nesta Instrução Normativa sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda retido na fonte, calculado mediante a aplicação das seguintes alíquotas:

- I - 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento), em contratos de participação com prazo de até 180 (cento e oitenta) dias;
- II - 20% (vinte por cento), em contratos de participação com prazo de 181 (cento e oitenta e um) dias até 360 (trezentos e sessenta) dias;
- III - 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos por cento), em contratos de participação com prazo de 361 (trezentos e sessenta e um) dias até 720 (setecentos e vinte) dias;
- IV - 15% (quinze por cento), em contratos de participação com prazo superior a 720 (setecentos e vinte) dias (RECEITA FEDERAL DO BRASIL, 2017).

¹⁵ *Breakeven* é a expressão em inglês usada para denominar “ponto de equilíbrio”.

Ainda, o resgate também não é muito operado, já que o objetivo do investidor-anjo não é a sua saída pouco tempo após o investimento, tendo por retorno o valor investido atualizado. Pelo contrário, por ser um investimento de risco, o investimento-anjo tem por premissa o auxílio no crescimento da empresa investida e o retorno futuro com a sua participação (FEIGELSON et al., 2018, p. 135).

Tratando sobre o nível de participação do investidor-anjo nas atividades da *startup*, Silva Filho (2019, p. 45-46) explica que pode ser um envolvimento ativo ou passivo. Ativamente, o investidor-anjo contribui, além dos aportes financeiros, com mentoria, dando assistência aos fundadores da empresa para o desenvolvimento do negócio, e com *networking*, ampliando a gama de contatos com fornecedores, clientes e outros investidores. Juntas, estas contribuições constituem o chamado *smartmoney*, já mencionado neste trabalho. De forma passiva, o investidor-anjo dá assistência à sociedade somente por meio dos aportes financeiros. Usualmente, é o caso dos grupos ou fundos de investimento, em que as pessoas físicas dos investidores não contribuirão com assistência e *networking*, mas o grupo poderá suprir essa lacuna e fornecer o respaldo aos fundadores (SILVA FILHO, 2019, p. 46).

Por fim, cabe pontuar que o investimento-anjo não é necessariamente um instrumento de investimento, mas sim uma forma de investimento, com características e requisitos próprios de configuração. Este tipo de investimento é geralmente operado por meio de instrumentos híbridos, como o mútuo conversível ou a opção de compra ou subscrição de ações ou quotas, cuja definição foi exarada anteriormente.

Portanto, em resumo, a partir da análise dos instrumentos de investimento abordados acima, percebe-se a importância de compreender cada forma de entrada do investidor na *startup* para que seja possível vislumbrar o universo de riscos e benefícios que podem advir do aporte. Sempre que a entrada na sociedade implicar em participação, há maior risco, mas, também, maiores chances de retornos mais expressivos do que um investimento na forma de dívida. Destarte, cabe identificar os fatores de risco e os sistemas de controle operados, ou possíveis de serem operados, nas *startups*.

É neste sentido que se aliam, no presente trabalho, as ferramentas de gestão da governança corporativa à análise do investidor, abordando a sua utilidade frente ao ambiente inovador em que se encontram as *startups*, como se verá no capítulo a seguir.

3 A GOVERNANÇA CORPORATIVA E OS CONTROLES INTERNOS

Como visto anteriormente, há diversas formas de ingresso do investidor em *startups*, mas que se resumem à entrada via *debt* ou *equity*. Em qualquer escolha, cabe ao investidor ponderar os riscos e os benefícios que podem vir com a decisão. Para facilitar a análise do investidor e de demais partes interessadas, existem ferramentas que conferem certa previsibilidade a algumas ações da empresa investida. Estas ferramentas, em conjunto, compõem a governança corporativa, que será objeto de estudo deste capítulo.

3.1 CONCEITUAÇÃO E CONTEXTUALIZAÇÃO

A governança corporativa tem origens incertas, sendo que os primeiros registros de boas práticas foram encontrados entre 1600 e 1621, na Companhia das Índias Orientais. Mas, o instituto tem como primeiro marco histórico reconhecido a publicação do Relatório de *Cadbury* nos Estados Unidos da América, em 1922, que é considerado o primeiro código de boas práticas de governança corporativa, publicado em resposta às crises decorrentes de escândalos contábeis e à necessidade de proteger os investidores, que cada vez cresciam mais no país (SILVA, 2016, p. 71).

Silva (2016, p. 72) elucida que, a partir de então, em 1999, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), publicou um código de governança corporativa de abrangência transnacional, apoiado pelo Banco Mundial e pelo Fundo Monetário Internacional (FMI). O código instituiu os primeiros pilares do instituto, tais como: direitos dos acionistas, tratamento isonômico dos acionistas, papéis das partes interessadas, transparência e responsabilidades do conselho.

No Brasil, os movimentos mais organizados emergiram também nos anos 1990, tendo como marco a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que em 1999, passou a se chamar Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Este define a governança corporativa como um sistema, respaldado em arranjos institucionais que dirigem, monitoram e incentivam o funcionamento de sociedades empresárias e organizações, regulando a estrutura e o comportamento de sócios, gestores e funcionários, assim como a sua interligação com entes externos e partes interessadas (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015, p. 20).

Também foram referências importantes da governança corporativa no Brasil, a reformulação da Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/76), em 2001, pois trouxe alguns

princípios de governança no texto da lei. Tais como as regulamentações de aquisição de controle acionário e de Ofertas Públicas de Ações (OPA). Ainda, a criação da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) instituiu uma diferenciação de empresas cotadas em níveis de implantação de governança, dividindo-as em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, a fim de estimular o investimento (SILVA, 2016, p. 73).

É nesta toada que a Comissão de Valores Imobiliários (2002, p. 2) define que a governança corporativa facilita o acesso ao capital, pois protege todas as partes interessadas, desde empregados a investidores. E, assim, é um movimento que busca consolidar práticas adequadas de gestão de sociedades e de relacionamentos entre sócios e acionistas (COELHO, 2019, p. 314).

Para que cumpra tais funções, a governança corporativa respalda-se em quatro princípios norteadores: prestação de contas (*accountability*); transparência (*disclosure*); equidade (*fairness*); e responsabilidade corporativa (*compliance*), os quais se descrevem a seguir:

Quanto ao primeiro princípio, tem-se que é extremamente importante que a empresa desenvolva e institucionalize uma cultura de prestação de contas, envolvendo seus acionistas e sócios, mas, principalmente, seus administradores. Deve ocorrer de forma clara e compreensível, com fundamento em práticas contábeis (ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 140). Outro ponto de bastante relevância é a remuneração dos administradores e diretores, que deverá ser institucionalizada em conformidade com o praticado no mercado (ASSI, 2017, p. 20).

Já a transparência é um vetor de confiança entre os membros externos e internos da empresa, além de ser um grande diferencial na sua imagem. Por este motivo, deve haver a cultura de “querer informar” e não de “dever informar”, não se atendo somente aos resultados e destinações financeiras, mas também às operações e políticas, para que haja uma efetiva criação de valor, como ensinam Álvares et al. (2008, p. 44). Isso, claro, dentro dos limites do que é estrategicamente possível de ser compartilhado, resguardando os interesses da companhia.

Logo, é importante que a empresa se habitue a informar às partes interessadas mais do que o exigido na legislação, como os atos constitutivos e demais alterações societárias, criando uma ligação mais próxima com estas (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015, p. 20).

Destaca-se que a transparência deve existir especialmente nos dados de alto impacto, ou seja, dos que podem atingir o negócio, envolvendo riscos, oportunidades e resultados (ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 140).

A equidade, por sua vez, tem por pressuposto o tratamento isonômico de todas os acionistas ou sócios, e das demais partes interessadas, vedando-se, em qualquer hipótese, políticas discriminatórias (ÁLVARES et al., 2008, p. 44). E para tanto, devem ser levados em conta os “direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas” destas partes interessadas (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015, p. 21).

Ademais, o princípio confere à companhia um senso de justiça, por meio do tratamento igualitário de todos os acionistas ou sócios. Trata-se de um respeito, também, aos minoritários, aumentando-se a participação destes nas deliberações e gerando um ambiente mais rico corporativamente (ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 140).

Dessa forma, tem-se que a equidade também opera em uma simetria informacional, em que se vede o acesso a informações privilegiadas ou oportunidades de negócio a partes priorizadas, para benefícios individuais ou de terceiros.

Por fim, a responsabilidade corporativa tem importante função, que é manter a empresa em adequação às normas vigentes, não só às legislações nacionais, mas também, aos atos constitutivos e regulatórios da própria sociedade (ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 141).

Ainda, na esteira do cuidado com a viabilidade econômico-financeira, a responsabilidade corporativa é um mote de prevenção a prejuízos futuros, seja a curto, médio ou longo prazo, como sanções e penalidades que podem surgir de determinadas condutas contrárias ou tangentes à legislação (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015, p. 21). Mas não só, trata-se também de uma função social da empresa, criando estímulos que retornem a longo prazo, como incentivos a educação, criação de oportunidades, fomento ao comércio justo, entre outros. Nas palavras de Álvares et al. (2008, p. 47), “responsabilidade corporativa não é nem filantropia nem cega obediência à lei, mas sim uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos da empresa coma comunidade em que atua”.

Além destes princípios, encontram papel relevante nos esquemas de governança corporativa e nos manuais de boas práticas, a integridade ética, que permeia todas as esferas de gestão de uma empresa (ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 142).

Rossetti e Andrade (2016, p. 259-263) elucidam, ainda, que independentemente do modelo de governança corporativa exercido (como se verá no tópico subsequente), há uma relação triangular que governa o sistema, composto pela Propriedade (leia-se proprietários, ou

seja, acionistas ou sócios); pela Diretoria ou Diretoria Executiva, e pelo Conselho de Administração.

Os proprietários são aqueles que se unem para a consecução de um projeto em comum e, portanto, devem estar alinhados com seus propósitos e perspectivas. São eles que concedem à empresa o material financeiro (capital) para impulsionar o andamento do negócio e, ainda, são os que projetam as expectativas e interesses nos resultados da sociedade (ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 263).

Já à Diretoria cabe formular as diretrizes a serem praticadas pelo Conselho de Administração e, mais, definir as estratégias em um plano macro, para alcançar os interesses definidos pelos acionistas ou sócios. A Diretoria ainda fiscaliza e emite relatórios a respeito do cumprimento das medidas definidas, para que possam ser avaliados os resultados e impactos dessas decisões (ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 263).

O Conselho de Administração, por sua vez, é responsável por colocar em prática as definições e parâmetros de andamento do negócio, definidos pela Diretoria. Cabe a ele também avaliar os impactos de curto e longo prazo destas políticas definidas e homologá-las. Essa homologação, explicam os autores, não é um mero consentimento, mas sim uma construção crítica de um processo de governança (ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 263).

É extremamente importante que estas três estruturas sejam bastante ativas, mas com uma visão de intervenção quando necessário, para que haja o bom andamento do negócio e para que possam ser mitigados os riscos de insucesso. E é por isso que se entende que, aplicando as bases de governança corporativa em uma empresa ou organização, tem-se um controle a respeito da viabilidade econômico-financeira do negócio, reduzindo a influência dos fatores externos negativos, tais como os riscos de variadas sortes, garantindo a boa gestão dos sócios e/ou administradores das atividades da entidade, ou, ao menos, um bom procedimento de monitoramento desta gestão (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015, p. 20).

Neste contexto, importa salientar que, em qualquer sistema existente, a governança corporativa é um modelo de controle, que institui mecanismos para assegurar processos justos, transparentes e lineares, sendo importante conceito dentro da percepção de gerenciamento de riscos. Percebe-se a intrínseca correlação entre a governança corporativa e a gestão de riscos, porque esta encontra direta vinculação com as decisões e as estratégias de uma empresa, como aponta o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa:

A gestão de riscos existe para ser associada ao processo decisório e ao processo de estabelecimento da estratégia, ou seja, a gestão de riscos é processo que deve ser integrado ao processo de decisão. Do ponto de vista operacional, podemos dizer que

o gerenciamento de riscos integra a governança de uma empresa, pois o risco precisa ser identificado, medido, tratado e monitorado – e essas informações alimentam o processo de tomada de decisão por parte de diferentes agentes, sejam os sócios, o conselho de administração (CA), a diretoria, assim como as demais partes interessadas (por exemplo clientes, fornecedores, comunidade, reguladores, o governo, entre outros) (2017, p. 23).

Dessa forma, os órgãos e procedimentos instituídos por um modelo de governança corporativa são importantes para que essa gestão de risco se concretize. Dentre eles, destacam-se o processo decisório, o código de conduta, a proteção dos ativos da empresa por meio da propriedade intelectual e a proteção de dados de particulares, hoje sob a égide da LGPD. E, portanto, trata-se de uma importante ferramenta na análise de investidores, já que o objetivo por trás da governança corporativa é agregar valor ao negócio, pois as boas práticas interferem na imagem da empresa, na redução do custo de capital e aumentam a viabilidade de inserção no mercado de capitais. Além disso, processos de governança garantem que os retornos dos investimentos sejam aproveitados de forma igual por todos (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2002, p. 2).

Destarte, nota-se clara correlação entre a utilização de ferramentas de governança corporativa e a segurança do investidor, tema que será mais bem explorado no decorrer desta monografia.

3.1.1 Modelos de Governança Corporativa

Encontram-se na doutrina alguns modelos de governança corporativa, dentre os quais selecionam-se duas estruturas que se opõem e a estrutura brasileira, a fim de analisar a sua incidência a partir das características empresariais de cada região.

3.1.1.1 Modelo anglo-saxão ou *Outsider System*

Este primeiro modelo encontra como característica principal a pulverização do controle acionário, pelo fato de um amplo quadro acionário, em que há a dissolução das quotas ou ações (LETHBRIDGE, 1997, p. 4). Segundo Rossetti e Andrade, isso se deve ao fato de a forma mais usada para o investimento nas sociedades ser o *equity*. Inclusive, apontam que “entre as maiores empresas listadas nas bolsas de valores dos países de formação anglo-saxônica, são raros os acionistas com mais de 10% do capital” (ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 346).

Tem-se, além da pulverização do capital social, mercados de capitais movimentados, grande ativismo societário (envolvimento e fiscalização mais intensos por parte dos acionistas minoritários), participação de investidores de grande porte e visão de maximização de distribuição de lucros aos acionistas, que a conhecida abordagem *shareholder oriented* (SANTA CRUZ, 2019, p. 382). Álvares et al. (2008, p. 34) define *shareholder oriented* ou *shareholder value* como o valor que é gerado aos acionistas de forma prioritária. O que, mesmo a curto prazo, gera conflitos e problemas a agentes externos ao controle acionário, como clientes, colaboradores, atingindo até questões ambientais e sociais.

Por haver uma maior presença de acionistas ou sócios, o modelo anglo-saxão sofre uma grande influência de *outsiders* (membros externos à empresa) nos Conselhos de Administração. O que também levou os países enquadrados neste modelo a serem pioneiros na criação de Códigos de Conduta (ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 346). Dessa forma, vê-se a necessidade de estabelecer sistemas e procedimentos bem estruturados, além de claras regras em relação à transparência, tudo em razão da pulverização do controle societário, que exige maior supervisão sobre as ações tomadas na empresa (LETHBRIDGE, 1997, p. 4).

3.1.1.2 Modelo nipo-germânico ou *Insider System*

No segundo modelo já se vê situação diversa, pois se encontra maior acúmulo do capital social em poucos acionistas e, ainda, verifica-se que os principais investimentos realizados nas empresas são de origem bancária, ou seja, na modalidade *debt* (ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 358). A título de exemplo, na maioria dos casos da Alemanha em 1997, a concentração do capital social encontrava-se sob posse dos 5 (cinco) maiores acionistas das sociedades, que detêm conjuntamente em média 40% (quarenta por cento) do poder votante da empresa (LETHBRIDGE, 1997, p. 4).

Como consequência, observa-se o controle acionário mais concentrado, inclusive muitas vezes familiar ou estatal, bem como o envolvimento direto destes acionistas controladores na gestão da empresa. Além disso, há menor importância do mercado de capitais do que o financiamento de empresas e, conseqüentemente, menor participação de grandes investidores, e menor ativismo societário em relação ao modelo anterior, assim como normas de governança predominantemente *stakeholder oriented* (SANTA CRUZ, 2019, p. 382). Pode-se entender a lógica *stakeholder oriented* como uma atuação das empresas e companhias não focadas essencialmente no retorno aos acionistas ou sócios, mas sim, um retorno a todas as

partes interessadas, como consumidores, colaboradores, fornecedores e credores, conforme se depreende de Álvares et al. (2008, p. 21 e 44).

Ainda, pelo fato de haver menos acionistas exercendo o controle social da empresa, há maior confiança por parte dos demais acionistas e interessados nas decisões e ações tomadas, havendo a necessidade de menos rigor na definição dos arranjos institucionais de governança corporativa (LETHBRIDGE, 1997, p. 4).

3.1.1.3 O modelo brasileiro de governança corporativa

No Brasil, vemos elementos de ambos os modelos de governança corporativa. Inicialmente, vê-se que os investimentos e financiamentos são operados, majoritariamente, via *debt*, posto que o mercado de capitais ainda não atingiu um patamar expressivo no país. Mas, tem-se notado um crescimento em relação a fontes externas de investimento e fundos de *private equity*, conforme apontam Rossetti e Andrade (2016, p. 512).

Já quanto ao controle acionário, encontra-se, como no modelo nipo-germânico, uma alta concentração do capital social em poucos acionistas ou sócios, como demonstram os autores em observância à realização de pesquisas nos anos de 2002 a 2010:

Na maior parte das companhias, os três maiores acionistas detêm mais de 75% do capital votante e o maior mais de 50%. Predominam empresas familiares (38% das abertas). Com as privatizações, construíram-se consórcios. As empresas que não têm um acionista controlador ou grupo fechado de controle são menos de 10%. E mais de 65% tem estruturas piramidais de controle (ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 512)

Dessa forma, existindo alta concentração de capital social em poucos acionistas ou sócios, é elevado, também, o envolvimento destes no controle da sociedade. Existindo, muitas vezes, uma cumulação de funções.

Porém, mesmo havendo uma grande concentração de capital social em poucos acionistas ou sócios, o Brasil segue uma lógica *shareholder oriented*, como se vê no modelo anglo-saxão. Isso porque as empresas prezam por um atingimento a todo custo dos interesses dos acionistas, o que faz com que daí emerjam alguns problemas a curto prazo. E, assim, segundo Álvares et al.:

Ao priorizarem a busca do valor para o acionista, as empresas preocupam-se menos com outras questões, tais como poluição ou trabalho infantil. Ou seja, o foco no *shareholder value* desconsidera as questões de outros *stakeholders*. Esse foco pode impedir os executivos de agirem de forma diferente, mesmo quando há uma questão moral clara. A resposta aos *stakeholders* somente seria válida quando houvesse uma ameaça à reputação da empresa (2008, p. 34).

Cabe ressaltar, contudo, que está acontecendo uma transição no país, inclusive com expressivo número de empresas preocupando-se com os reflexos ambientais e sociais. Até porque, a longo prazo é necessário um equilíbrio entre as lógicas de negócio, para que se alcance um nível de sustentabilidade da companhia (ÁLVARES et al., 2008, p. 34; ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 513). Logo, o modelo de governança corporativa no Brasil tem mudado com o passar do tempo e vem se consolidando, a partir de estruturas de gestão e controle, como se abordará nos tópicos a seguir.

3.2 FERRAMENTAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa, como visto, é composta por ferramentas e procedimentos que garantem segurança e previsibilidade na gestão da empresa, reduzindo riscos e impactos a curto e médio prazo. A seguir, analisar-se-ão algumas ferramentas usualmente utilizadas para conferir controle à administração das sociedades, as quais divide-se em: ferramentas de controle decisório, ferramentas de *compliance* e ferramentas estratégicas.

3.2.1 Ferramentas de Controle Decisório

As ferramentas de controle decisório são aquelas instituídas por meio de órgãos na sociedade e que têm a função de determinar escalas para a tomada de decisão, especialmente às que interferem no rumo dos negócios. Algumas delas serão abordadas abaixo.

3.2.1.1 Conselho de Administração

O Conselho de Administração é um órgão societário, constituído seja em sociedade limitada ou anônima, sendo que nas companhias de capital aberto, nas sociedades com capital autorizado e nas sociedades de economia mista é obrigatória a sua constituição. É um dos pilares da governança corporativa, juntamente com a Diretoria Executiva e os Proprietários, e caracteriza-se por ser um órgão deliberativo, ímpar e plural, cujo objetivo é acelerar e descentralizar o processo decisório, especialmente no tocante às decisões sobre a gestão do negócio (SANTA CRUZ, 2019, p. 438).

Tal descentralização tem importante papel nas sociedades, pois “a diretoria nem sempre é o órgão mais indicado para assumir a responsabilidade pelas deliberações de maior envergadura e repercussão” (COELHO, 2019, p. 217). Até porque, especialmente em

companhias de capital aberto, é usual que os administradores não sejam sócios da empresa, mas sim terceiros, que, inevitavelmente, enxergam o negócio de outra perspectiva. Assim, algumas decisões só podem ser endereçadas àqueles que detêm o capital social e os interesses primordiais da sociedade.

Porém, cabe ressaltar que, mesmo que alguns assuntos devam ser endereçados aos acionistas ou sócios, nem sempre a assembleia geral é a melhor via de deliberação. Já que possui ritos e formalidades próprias, que tornam o processo mais demorado e burocrático. É nesse contexto que o Conselho de Administração encontra um lugar de importância, sendo rápido e prático meio decisório (COELHO, 2019, p. 217).

Importante destacar que o Conselho de Administração é a opção mais viável em muitas deliberações, entretanto, não se sobrepõe por completo à assembleia geral, que possui competência privativa em determinados assuntos, conforme se vê no artigo 122, da Lei de S.A.¹⁶

A composição do órgão é escolhida a partir dos acionistas ou sócios, em assembleia geral, podendo ser constituído por representantes destes, acionistas ou sócios majoritários ou minoritários, conselheiros externos independentes e, em alguns modelos de governança, por representantes de partes interessadas (*stakeholders*). As regras de definição se encontram na Lei de S.A.¹⁷, mas mais especificadamente, serão definidas no Estatuto ou no Contrato Social (ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 277).

¹⁶ Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral:

I - reformar o estatuto social;

II - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142;

III - tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;

IV - autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto nos §§ 1º, 2º e 4º do art. 59; V - suspender o exercício dos direitos do acionista;

VI - deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social; VII - autorizar a emissão de partes beneficiárias;

VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar as suas contas;

IX - autorizar os administradores a confessar falência e a pedir recuperação judicial; e

X - deliberar, quando se tratar de companhias abertas, sobre a celebração de transações com partes relacionadas, alienação ou a contribuição para outra empresa de ativos, caso o valor da operação corresponda a mais de 50% (cinquenta por cento) do valor dos ativos totais da companhia constantes do último balanço aprovado (BRASIL, 1976).

¹⁷ Art. 140. O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembleia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo, devendo o estatuto estabelecer:

I - o número de conselheiros, ou o máximo e mínimo permitidos, e o processo de escolha e substituição do presidente do conselho pela assembleia ou pelo próprio conselho;

II - o modo de substituição dos conselheiros;

III - o prazo de gestão, que não poderá ser superior a 3 (três) anos, permitida a reeleição;

O Conselho de Administração, além de ser uma via decisória rápida, atua como protetor dos princípios da governança corporativa na sociedade (prestação de contas, transparência, equidade e responsabilidade corporativa) e, também, do objeto social da empresa. Mas, em regra, não deve interferir nos assuntos operacionais da companhia, devendo exercer sua função consultiva e acessar as informações necessárias ao bom andamento da empresa (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015, p. 39 e 42).

Desse modo, ele é o responsável por aferir a sustentabilidade do negócio a curto e longo prazo, sempre tendo em vista o melhor interesse da empresa, o que intrinsecamente inclui os interesses individuais e compartilhados dos proprietários. Nessa toada, é importante a existência de um Código de Ética ou Código de Boas Práticas que balize as tomadas de decisões e evitem arbitrariedade ou privilégios descabidos, que podem emergir do grupo que compõem esse Conselho (ASSI, 2017, p. 27).

Importante endereçar que o Conselho de Administração deve ser completamente independente da Diretoria Executiva. Isso porque, além de proteger o patrimônio e os interesses da companhia, o Conselho tem o dever de realizar as mudanças necessárias quando os resultados começarem a ser insatisfatórios, o que pode ensejar, inclusive, a troca de membros que compõem a Diretoria (ASSI, 2017, p. 29). Dessa forma, é importante órgão de gestão nas empresas, além de ser forte elemento do sistema de governança corporativa.

3.2.1.2 Diretoria Executiva

A Diretoria Executiva, como o próprio nome já diz, é o órgão executivo da sociedade anônima ou limitada. Os membros diretores têm por responsabilidade dirigir a empresa e, externamente, representá-la. Esta função, ressalta-se, não pode ser desempenhada por nenhum outro órgão societário, pois é de sua competência privativa, nos termos do artigo 138, § 1º, da Lei de S.A.¹⁸ (COELHO, 2019, p. 227).

Com a entrada em vigor da Lei Complementar nº 182 de 2021, houve mudança em uma das regras referentes à diretoria em sociedades anônimas. Trata-se da mudança do artigo

IV - as normas sobre convocação, instalação e funcionamento do conselho, que deliberará por maioria de votos, podendo o estatuto estabelecer quorum qualificado para certas deliberações, desde que especifique as matérias (BRASIL, 1976).

¹⁸ Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria.

§ 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores (BRASIL, 1976).

143, *caput*, da Lei de S.A.¹⁹, que previa, anteriormente, a necessidade de no mínimo dois diretores para a representação da companhia. Com a mudança do Marco Legal, simplificou-se a formalidade, sendo permitido às sociedades terem somente um diretor.

Os diretores são escolhidos pelo Conselho de Administração, nas sociedades anônimas, que é, também, quem delega as decisões de gestão ao presidente e seus colaboradores. Nessa toada, é comum confundir os papéis dos órgãos societários e, portanto, colaciona-se breve ensinamento de Rossetti e Andrade a respeito:

Os Conselhos de Administração delegam poder à Diretoria Executiva para que o presidente e sua equipe tomem as melhores decisões de gestão. E mantêm para si as responsabilidades de homologar diretrizes estratégicas, coparticipar da definição e aprovar políticas para funções corporativas e monitorar os resultados das operações. **Mas é ao CEO que cabe a missão de exercer a gestão executiva da organização, focada na busca incessante de eficácia estratégica, na excelência operacional, na criação de valor e na maximização do retorno dos investimentos** (2016, p. 312, grifo no original).

Dentre as responsabilidades da Diretoria Executiva, destacam-se a definição dos planos de ação no mercado; a propositura ao Conselho de Administração de mudanças na estrutura da empresa; realizar as demonstrações patrimoniais e prestar contas dos resultados da companhia; avaliar e apresentar ao Conselho de Administração os riscos corporativos eventualmente vislumbrados; e, mais importante, exercer a gestão da sociedade (ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 313).

É, ainda, é responsabilidade da Diretoria Executiva garantir que a empresa esteja operando em conformidade com a lei e com as políticas internas a que responde. Havendo subsidiárias, também é seu dever assegurar que todo o grupo esteja em *compliance*, tanto com os dispositivos legais, quanto com os códigos internos (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015, p. 69).

Ademais, cabe à Diretoria Executiva difundir a cultura da empresa, disseminando valores, princípios e motes que regem a organização, fiscalizando, ao mesmo tempo, a efetividade destes fatores no dia a dia da companhia (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015, p. 70).

Todas estas atribuições devem estar definidas de forma clara no Estatuto ou Contrato Social, assim como a responsabilidade de cada diretor eleito.

¹⁹ Art. 143. A Diretoria será composta por 1 (um) ou mais membros eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo conselho de administração ou, se inexistente, pela assembleia geral, e o estatuto estabelecerá: [...] (BRASIL, 1976).

3.2.2 Ferramentas de *Compliance*

As ferramentas de *compliance* são aquelas responsáveis por verificar a adequação das práticas da empresa às normas vigentes, sejam externas ou internas à organização. Fazem um alinhamento da expectativa com a realidade do negócio, a fim de evitar complicações decorrentes de ilícitos, como multas e demais sanções. Abaixo se abordarão algumas ferramentas comumente utilizadas em empresas para cumprir esta necessidade.

3.2.2.1 Conselho Fiscal

O Conselho Fiscal também é órgão das sociedades, especialmente das anônimas, em que é obrigatório. Isso se deve à disposição do artigo 161, *caput*, da Lei de S.A.²⁰, que determina a existência do órgão, que deverá ter suas regras de funcionamento disciplinadas no Estatuto Social da empresa. Assim, entende a doutrina que é obrigatória a existência, no sentido de que prescinde de quaisquer disposições para ser instaurado, e é facultado o seu funcionamento, pois pode ser acionado a depender das demandas de cada empresa (COELHO, 2019, p. 228).

Importante ressaltar, que é possível também a instituição de Conselho Fiscal em sociedades limitadas, em que, da mesma forma, atuará como assistente da assembleia geral, nos termos do artigo 1.066, do Código Civil. Vê-se maior aplicabilidade às sociedades limitadas maiores, já que em pequenas empresas que possuem poucos sócios, por vezes mutualmente gestores, não há muita funcionalidade (SANTA CRUZ, 2019, p. 375).

O órgão é o responsável por dar assistência à assembleia geral, na fiscalização da gestão da empresa. Assim, “o conselho requisita informações, examina documentos e opina sobre a legalidade e adequabilidade contábil dos atos da administração, tendo ao seu alcance todos meios indispensáveis ao exercício de sua competência” (COELHO, 2019, p. 228).

É, em sua essência, um órgão fiscalizatório dos atos de gestão da Diretoria Executiva e do Conselho de Administração, a serviço dos proprietários. Por ter esse caráter, o conselho fiscal deve ser plural e diverso, prezando pela imparcialidade e pela independência frente aos demais órgãos societários (SANTA CRUZ, 2019, p. 456).

Conforme aponta o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015, p. 82), o Conselho Fiscal tem um trabalho interno, a favor da companhia, mas não se submete a órgão algum, mesmo que eleito pelos sócios ou acionistas. Os conselheiros podem ter atuação

²⁰Art. 161. A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas (BRASIL, 1976).

individual ou coletiva, portanto, não estão subordinados ao exercício conjunto como o Comitê de Auditoria, que se verá no tópico a seguir.

3.2.2.2 Comitê de Auditoria

O Comitê de Auditoria é instituído pelo Conselho de Administração e a ele responde. Sua instituição é opcional e, em caso de inexistência, o próprio Conselho de Administração é responsável por desempenhar suas funções. Diferentemente do Conselho Fiscal, abordado acima, o Comitê tem por função assessorar o Conselho de Administração e não fiscalizar os atos de gestão (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2019, p. 60).

O órgão tem as funções de avaliar as auditorias interna e independente; identificar os níveis de riscos da empresa e definir quais são aceitáveis; adequar e estruturar as ferramentas de gerenciamento de riscos; examinar as práticas contábeis; verificar a adequação da companhia às normas e políticas; orientar contatos com investidores e analistas de mercado (ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 273).

3.2.2.3 Auditoria Independente

A Auditoria Independente é responsável por analisar as contas da empresa, fazendo um comparativo com as normas vigentes no país e no exterior, e se elas demonstram de fato a realidade da empresa. Tais avaliações interessam tanto ao triângulo central das sociedades (proprietários, Conselho de Administração e Diretoria Executiva), quanto aos analistas de mercado e investidores (ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 272).

Para as sociedades anônimas de capital aberto, é obrigatória a Auditoria Independente, conforme dispõe o artigo 177, § 3º: “As demonstrações financeiras das companhias abertas observarão, ainda, as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e serão obrigatoriamente submetidas a auditoria por auditores independentes nela registrados” (BRASIL, 1976).

É importante garantir a total independência do auditor, pois intenta-se a demonstração da integridade e da exatidão das contas apresentadas pela Diretoria Executiva e aprovadas pelo Conselho de Administração e demais proprietários, sendo o resultado de interesse de todas as partes interessadas (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA,

2015, p. 86). Até porque, o maior retorno é exatamente à empresa, que se coloca em boa posição frente ao mercado e aos investidores.

3.2.3 Ferramentas Estratégicas

As ferramentas estratégicas foram assim denominadas por serem fruto de livre escolha da empresa, em análise às suas atuações e expectativas internas e no mercado. Partem da necessidade da sociedade de proteger seus ativos intangíveis em relação aos seus concorrentes ou de criar um padrão de bom comportamento a ser seguido por todos os colaboradores, por exemplo. Algumas dessas ferramentas serão trazidas abaixo.

3.2.3.1 Código de Conduta ou de Ética

O código de conduta é responsável por institucionalizar normas e princípios éticos, alinhados aos valores da empresa, que reflitam a identidade e cultura da companhia, com responsabilidade e respeito, além de preocupações sociais e ambientais. Deve ser pautado nos princípios da governança corporativa, principalmente para estimular a transparência e a conformidade, tanto às políticas internas, quanto externas (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015 p. 93).

A administração da sociedade deve definir os níveis de aplicabilidade do código, mas deve ter em mente a sua própria submissão às regras nele dispostas. Isso porque, o código de conduta é a representação máxima do compromisso de gestores, acionistas e colaboradores com a cultura e com os valores da empresa, visando sempre um crescimento conjunto, saudável e com mitigação de riscos (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015, p. 94).

A regulamentação de parâmetros éticos vai muito além da padronização do comportamento interno dos gestores e demais colaboradores. É uma ferramenta de proteção à sociedade e à sua reputação, como ensina Azevedo:

A importância social da empresa é inegável. A riqueza que produz se distribui por todos os segmentos da sociedade. Salários, impostos, distribuição de lucros e resultados, desenvolvimentos de novos e melhores produtos colocados ao uso e serviço dos cidadãos afora demais intervenções diretas no contexto socioambiental das comunidades onde estão inseridas são exemplos de benefícios introduzidos quando da implantação ou mesmo da expansão de um novo empreendimento empresarial. Para que as expectativas postas de início, normalmente geradoras de euforia junto à comunidade local, se confirmem e se estendam no tempo a empresa precisa cuidar não só das diversas etapas produtivas. Deve zelar também pelos ativos intangíveis - em especial pelo seu nome e os de seus proprietários e dirigentes - bens

esses cada vez mais importantes na equação patrimonial. Para tal, o caminho a ser trilhado não pode ser outro senão o do agir dentro da lei e da moral. O que se resume em: ser reconhecida como uma empresa ética (2010, p. 34).

Logo, o Código de Conduta não pretende limitar a atuação da empresa ou colocá-la em um papel não competitivo frente aos seus concorrentes, pelo contrário, as regras de conduta fazem com que a organização se coloque de forma responsável no mercado, restringindo os impactos a ela mesma. Até porque, o código não precisa regulamentar somente os relacionamentos internos, mas também a forma com que são tratados os fornecedores, os clientes e até os investidores (AZEVEDO, 2010, p. 36). Porém, deve se destacar que a simples instituição de um Código de Conduta não é suficiente para trazer os retornos positivos que se almejam. É necessário efetivamente consolidar uma cultura ética na empresa.

3.2.3.2 Proteção da Propriedade Intelectual

O direito de propriedade intelectual confere proteção a alguns dos ativos intangíveis, que decorrem da criatividade humana e que compõem o estabelecimento empresarial, como: marcas, patentes, programas de computador, desenhos industriais e direitos autorais. A principal função da tutela jurídica é reprimir a concorrência desleal, o que no Brasil se faz por meio da Lei 9.279 de 1996 – Lei de Propriedade Intelectual (SANTA CRUZ, 2019, p. 161).

Ter uma assessoria ou um controle interno responsável por monitorar e requerer registros junto ao Instituto Nacional de Propriedade Industrial (INPI) é necessário para garantir a guarda dos interesses da empresa. Trata-se da preservação de ativos que identificam a empresa (marca), garantem a exclusividade quanto a determinada invenção (patente ou modelo de utilidade), resguardam um design original ou um *software* inovador²¹ (desenho industrial ou registro de programa de computador).

Dessa forma, trata-se de um controle de prevenção de riscos e se alia às demais ferramentas de governança, pois protegem a identidade e os novos produtos da empresa.

3.3 APLICABILIDADE ÀS *STARTUPS*

²¹ Conforme a Lei 9.609/1998 (Lei de *Software*), em seu artigo 1º, *software* é a expressão de um conjunto organizado de instruções em linguagem natural ou codificada, contida em suporte físico de qualquer natureza, de emprego necessário em máquinas automáticas de tratamento da informação, dispositivos, instrumentos ou equipamentos periféricos, baseados em técnica digital ou análoga, para fazê-los funcionar de modo e para fins determinados.

A governança corporativa, como sistema regido por princípios (prestação de contas, equidade, transparência e responsabilidade corporativa), pode ser aplicada tanto em empresas do mercado tradicional, quanto em *startups*. Porém, como já visto no capítulo anterior, as *startups* possuem um caráter inovador, escalonável e com um rápido crescimento, o que faz com que algumas práticas de governança corporativa sejam muito sofisticadas ou até sejam inaplicáveis à realidade desse meio.

É por este motivo que cabe uma análise individual e a escolha de um plano de implementação de governança corporativa para cada *startup*, o que dependerá de variados fatores, como tamanho da organização, estrutura societária, fluxo decisório, e demais elementos que apontem os impactos e riscos da atual gestão. Até porque, “a Governança Corporativa não é obrigatória, mas sim opcional e tem como objetivo final promover o crescimento do empreendimento. Se implementação da Governança Corporativa dificultar o crescimento do empreendimento, não estará cumprindo seu objetivo primordial” (SILVA, 2016, p. 76).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2019, p. 7-8) aduz que o papel da governança corporativa em ambientes inovadores, como o ecossistema das *startups*, é realmente gerar valor para o negócio, atraindo mais investidores, que auxiliarão no seu crescimento ágil e constante. Inclusive, o Instituto chama atenção para o fato de que desde o início de uma *startup*, antes mesmo da formalização de seus atos constitutivos, já há a relação entre sócios, que é um dos pontos-chaves a serem regulados pelas ferramentas de governança.

Nesta toada, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2019, p. 12) desenvolveu uma escala recomendada de implementação de ferramentas de governança corporativa em *startups*, de acordo com o seu crescimento, que são: (i) processos e *accountability*; (ii) tecnologia e propriedade intelectual; (iii) pessoas e recursos; (iv) estratégia e sociedade. Dessa forma, à medida que a *startup* cresce e alcança certas estabilidades, vão se desenvolvendo novas ferramentas de gestão, que auxiliam em um crescimento com menos riscos.

Portanto, além das ferramentas mencionadas anteriormente, às *startups* importam também os procedimentos ligados à tecnologia e à inovação, que possam conferir às partes interessadas, especialmente investidores, o mínimo de segurança ao apostar no negócio. Uma análise mais aprofundada dos efeitos da implementação das ferramentas de governança corporativa, assim como uma abordagem a respeito das frentes de governança corporativa para *startups* definidas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, será abordada no capítulo a seguir.

4 GERENCIAMENTO DE RISCOS POR MEIO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Até o momento, foram abordadas análises a respeito das *startups*, do meio em que se encontram e das formas de investimento vislumbradas pelo novo Marco Legal, e, também, análises a respeito da governança corporativa e suas ferramentas de controle. Neste capítulo, unem-se estas abordagens sob a ótica do risco e de seu gerenciamento.

Este que é responsável pelos cuidados dos investidores na hora de aportarem valores a novos empreendimentos e pela exigência das partes interessadas por sistemas e processos bem definidos, que confirmam o máximo de segurança e previsibilidade possível. Por este motivo, serão abordadas a seguir a definição de risco, o marco legislativo estado-unidense de controles internos e a aplicabilidade destes controles, junto à governança corporativa, em *startups*.

4.1 DEFINIÇÃO DE RISCO

O risco pode ser considerado um conjunto de incertezas aptos a trazer resultados inesperados. Existem riscos previsíveis e imprevisíveis, que podem advir tanto de ações humanas, quanto de fenômenos que independem necessariamente da ousadia das pessoas, como riscos decorrentes da natureza, de fatores globais, crises e outros eventos maiores do que a vontade humana (LIMA, 2018, p. 2). Sanvicente define que:

Por causa de diversos fatores fora do controle da administração da empresa, os retornos prometidos por um projeto de investimento estão sujeitos a incerteza: modificação de tecnologia, surgimento ou desaparecimento de novos concorrentes ou produtos complementares ou substitutos, o comportamento da economia nacional ou internacional, mudanças de política governamental de controle de preços ou de custos de insumos utilizados, variações climáticas etc. Simplesmente, não se pode dizer com certeza que em um dado período, por exemplo, as vendas do produto alcançarão \$ 500.000,00, nenhum centavo a mais ou a menos (2010, p. 59-60).

Para o autor, estas incertezas passam a ser consideradas riscos quando se pode estimar as probabilidades em torno dos resultados e da ocorrência de certos eventos. Podendo, assim, os analistas de risco avaliarem quais os projetos ou negócios que apresentam menos ou mais variáveis que atendam aos respectivos investidores (SANVICENTE, 2010, p. 60).

Já para Pizo (2018, p. 79-80), os riscos decorrem da existência de fragilidade nos processos em operação nas empresas e são definidos como as chances de um evento ocorrer de forma negativa ou insatisfatória, além das perdas de oportunidades.

Lima (2018, p. 6-9) divide os riscos em algumas classificações: risco estratégicos, não estratégicos e financeiros. Os primeiros são aqueles assumidos pela administração da empresa

ou pelos investidores, por livre escolha, a fim de buscar novos ganhos no mercado e retornar valor à sociedade. Podem ser observados em campanhas de marketing mais arrojadas ou em inovações tecnológicas, que podem ser altamente rentáveis à empresa, assim como podem trazer prejuízos sem escala ao negócio. Os riscos não estratégicos, por sua vez, são aqueles que independem do controle da organização. Envolvem todos os fatores externos, como os da economia global ou local, e a situação política e social do ambiente em que a empresa se encontra.

A última classe identificada pelo autor é relacionada aos riscos mais claramente identificados pelas empresas, pois são relacionadas às movimentações do mercado financeiro. Dentre estas, tem-se as subclassificações: riscos de mercado – relacionados às variações dos preços dos ativos e passivos da empresa; riscos de crédito – decorrentes das possibilidades de não receber pagamentos; risco de liquidez – causados pela impossibilidade de quitar as dívidas da sociedade; riscos operacionais – derivados de erros humanos; e, por fim, riscos legais – consequentes da não conformidade da empresa com as legislações (LIMA, 2018, p. 7-9).

Pizo (2018, p. 81-83) classifica os riscos de forma mais direta, em apenas três categorias: riscos de conformidade, riscos operacionais e riscos de reporte financeiro, os quais se explicaram em mais detalhes abaixo.

Os riscos de conformidade são aqueles relacionados às omissões ou aos descumprimentos às políticas internas da empresa ou às externas, como leis e regulamentos. É o equivalente ao termo *compliance*, que rege a conformidade da companhia às regras a que ela se submete. Estes riscos devem ser monitorados por meio de controles internos, que garantam a adequação da sociedade interna ou externamente. Os prejuízos que advêm destes riscos são especialmente as sanções pela Administração Pública e, conseqüentemente, as desvantagens em diversos processos públicos, além dos danos à imagem da empresa.

Já os riscos operacionais são aqueles decorrentes de lacunas ou ineficiências nos sistemas implantados nas empresas, por falhas humanas ou inadequações nos controles internos estabelecidos. Estes riscos podem trazer perdas financeiras significativas e, também, podem ser geridos por controles internos específicos, como o Código de Ética.

E, por fim, os riscos de reporte financeiro são diretamente ligados às demonstrações financeiras, que serve como respaldo às decisões dos administradores das sociedades e também às decisões de investimento externo. É necessário o estabelecimento de controles internos que possam diagnosticar tais riscos em tempo hábil à virada pela administração e de forma precisa, para que o contorno seja eficaz. Tal categoria de riscos foi especialmente endereçada pela Lei Sarbanes-Oxley, que será tratada no item a seguir.

4.2 LEI DE SARBANES-OXLEY (SOX)

A Lei de Sarbanes-Oxley (SOX) é um famoso marco legislativo norte-americano, por ser uma instituição de controles internos, que atuam como gerenciadores de riscos e, conseqüentemente, aumentam a confiança dos investidores no mercado de ações.

Conforme Pizo (2018, p. 5), a Lei tem origem após uma crise nos Estados Unidos da América, entre 2001 e 2002, na qual várias companhias de capital aberto apresentaram demonstrações financeiras incoerentes com a sua realidade fática, seja por falha na apuração ou por ocultação dolosa, vislumbrando alguma sorte de benefício. Mesmo tendo passado por auditorias independentes, as informações imprecisas foram divulgadas, o que gerou uma assimetria informacional com os investidores, que passaram a aportar valores em empresas com valores de mercado distorcidos.

Importante destacar que as demonstrações financeiras têm importante papel na avaliação de mercado de uma empresa, não só pela exposição de perdas e lucros, mas porque as informações apresentadas dão margem à concessão de limites de crédito, à definição de nível de endividamento, à captação de investimentos, além de oportunidades em relação à concorrência (PIZO, 2018, p. 3-4). Würth e Gonçalves ainda explicam que:

O principal objetivo da análise das demonstrações contábeis é gerar informações qualificadas para a tomada de decisões. Com base em sua experiência e com o uso de técnicas de análise, o analista extrai das demonstrações contábeis um conjunto de informações que facilitam a tomada de decisões dos mais diversos tipos de usuários (2012, p. 10).

E estes usuários podem ser fornecedores, clientes, bancos comerciais ou de investimentos, sociedades de crédito imobiliário, sociedades financeiras, o próprio público investidor, concorrentes, administradores e acionistas, ou até mesmo o governo. Por este motivo, as demonstrações financeiras têm impactos imensuráveis no mercado.

Pizo (2018, p. 5) explica que tal fato gerou uma crise de grande escala no cenário norte-americano e, também, global, causando pressões às autoridades estadunidenses, que promoveram uma reforma legislativa no segmento. É neste contexto que surge a Lei SOX, em 2002, a fim de fomentar os investimentos nas empresas norte-americanas, por meio da restauração da confiança dos investidores nas demonstrações financeiras. Por este motivo, a Lei estabelece uma série de controles internos e conseqüentes responsabilidades por falhas nestes controles, as quais são endereçadas aos diretores das companhias.

A Lei regula, além do fomento aos controles internos, questões como a repressão de crimes de colarinho branco, conflitos de interesses, fraudes corporativas e práticas

anticoncorrenciais (PIZO, 2018, p. 9). Dessa forma, representou um marco bastante rígido às empresas norte-americanas, sendo referida por alguns autores à época com bastante alarmismo, como se observa no texto de Hasset e Mahoney:

Conselheiros, executivos, investidores, contadores, auditores, advogados e analistas – comportem-se. Os escândalos, as fraudes contábeis e os conflitos com analistas de investimentos trouxeram novas leis e regulamentos que disciplinam o comportamento no mundo corporativo (*apud* ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 177).

Mesmo sendo tratada com certo receio, a Lei SOX surgiu no intuito de trazer maior transparência das corporações ao mercado, restaurando a confiança dos investidores nas empresas, e de conferir responsabilidade direta aos gestores principais das companhias, quais sejam, seus diretores. Para tanto, uma das medidas da legislação foi instituir a obrigatoriedade de adoção de Códigos de Ética, que inclusive teriam que ter uma cópia arquivada na *Security Exchange Commission (SEC)*, com divulgação ao público (ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 179). Por meio desta medida, já se obtém avanços no que tange aos controles internos da companhia, posto que garante a operacionalidade do sistema, nas palavras de Vertamatti (*apud* PIZO, 2018, p. 31).

A semelhança com as práticas de governança corporativa não é simples coincidência. Tem-se, inclusive, que a Lei SOX é um dos marcos da governança corporativa mundialmente, já que estabelece procedimentos pautados nos mesmos princípios basilares – prestação de contas, transparência, equidade e responsabilidade corporativa (ROSSETTI; ANDRADE, 2016, p. 179).

Logo, vista a relação entre a governança corporativa, os controles internos e o gerenciamento de riscos, aqui representados pela Lei SOX, passar-se-á a uma abordagem a respeito da aplicação destes institutos às *startups*.

4.3 O GERENCIAMENTO DE RISCOS, A GOVERNANÇA CORPORATIVA E AS *STARTUPS*

Conforme observado, para o gerenciamento de riscos é necessária a fixação de controles internos, na esteira do que foi instituído pela Lei SOX nos Estados Unidos. Por outro lado, a governança corporativa, como já abordado no item 3 deste trabalho, é um conjunto de ferramentas que conferem procedimentos, travas e modelos de gestão, estratégia e *compliance*. E, assim, por ser um arranjo de gerenciamento de riscos, a governança corporativa é, também, importante ferramenta na análise de investidores, pois:

Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.

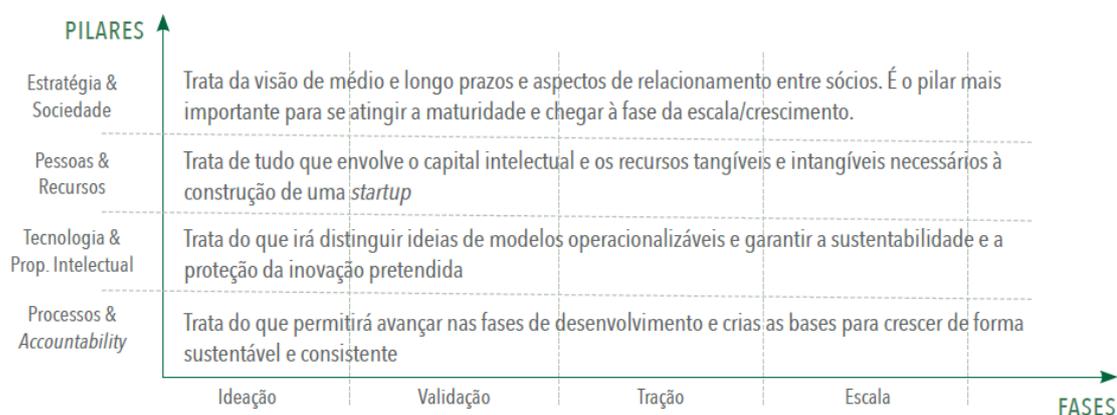
Quando investidores financiam companhias, eles sujeitam-se ao risco de apropriação indevida, por parte de acionistas controladores ou de administradores da companhia, de parcela do lucro do seu investimento. A adoção de boas práticas de governança corporativa constitui, também, um conjunto de mecanismos através dos quais investidores, incluindo controladores, se protegem contra desvios de ativos por indivíduos que têm poder de influenciar ou tomar decisões em nome da companhia.

Companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2002, p. 2)

Dessa forma, ao investidor é cara a análise dos riscos antes do seu ingresso na empresa investida, seja por *debt* ou *equity*, sendo a governança corporativa um meio de tornar os resultados mais previsíveis e, conseqüentemente, a gestão mais segura. Em *startups* não é diferente. Conforme abordado anteriormente, as ferramentas de governança podem ter aplicabilidade ou não a *startups*, seja pelo seu nível de sofisticação, tamanho ou recursos para implementação. Porém, é necessária a estipulação de algumas medidas desde a concepção da empresa inovadora, para que haja uma mínima perspectiva de sustentabilidade e projeção de crescimento, incluindo os possíveis aportes de investidores.

Neste sentido, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa dividiu as ferramentas de governança em 4 (quatro) frentes, de acordo com a fase de desenvolvimento da *startup*: processos e *accountability* (prestação de contas, em tradução livre); tecnologia e propriedade intelectual; pessoas e recursos; e estratégia e sociedade. As quais se encontram resumidas na figura abaixo:

Figura 2 - Ferramentas de governança corporativa aplicadas às fases de *startups*



Fonte: (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2019, p. 12).

Dessa maneira, as etapas de implantação de governança corporativa têm papéis específicos no desenvolvimento da *startup* e devem ser implementadas concomitantemente, em níveis crescentes, a fim de conferir cada vez mais maturidade à empresa. A seguir se analisarão as frentes de implementação de governança corporativa e a importância destas no crescimento das *startups*.

4.3.1 Estratégia e Sociedade

Quanto à esta frente, tem-se a importância de definir desde a formação da *startup* as formas de contribuição de cada sócio, seja com tempo ou com investimentos, assim como as suas expectativas com o desenvolvimento da empresa. A falta de alinhamento quanto às expectativas dos empreendedores pode trazer problemas futuros, especialmente no tocante ao destino da *startup*. É o exemplo de discordâncias a respeito da Oferta Pública de Ações ou do desinvestimento, por meio de venda da participação societária (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2019, p. 17).

Ademais, a má estruturação inicial pode acarretar dívidas e obrigações futuras que, inevitavelmente, afetam todos os envolvidos na empresa. Inclusive, é por este motivo que deve ser realizada a formalização da sociedade empresária junto ao órgão competente o quanto antes, sendo definida regularmente a participação e a consequente responsabilidade de cada sócio ou acionista (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2019, p. 17).

Para o investidor, da mesma forma, é necessário vislumbrar uma organização societária mínima, assim como regras de participação definidas, especialmente quando a forma de investimento levar ao seu ingresso na sociedade. Isso não significa que a *startup* não poderá rever a distribuição das quotas ou das ações à medida que o negócio se desenvolve, mas garante ao investidor e às partes interessadas, ao menos, uma prévia ciência da constituição do capital social e da futura distribuição de lucros.

Também, importa a definição das formas de entrada e saída da sociedade e demais regras, que podem ser estabelecidas tanto no ato constitutivo da *startup*, quanto em eventual Acordo de Sócios ou Acionistas, o qual requer um nível de sofisticação um pouco mais elevado, mas que confere segurança quanto às regras do jogo praticadas pela sociedade.

De outra sorte, estruturas como Conselho de Administração e Diretoria também possuem papel relevante dentro da governança corporativa, como já abordado neste trabalho. Entretanto, para que sejam eficientes, requerem um tamanho mínimo da sociedade, até porque enquanto houver somente os fundadores da *startup*, não há por que segmentar tanto o processo

decisório. Tal situação poderia causar, inclusive, um sistema burocrático que vai de encontro ao esperado de uma empresa dita como inovadora (SILVA, 2016, p. 76).

Nota-se que, em geral, as ferramentas relacionadas aos sócios e às estratégias de gestão, se bem implementadas, mitigam os riscos que podem emergir da atividade desenvolvida, especialmente riscos operacionais e financeiros. Mas, a aplicação delas deve ser feita com uma profunda análise da realidade da *startup*, além dos fatores já mencionados do tamanho e nível de desenvolvimento. Se mal implementadas, as ferramentas podem trazer mais prejuízos que benefícios, como se vê no exemplo prático trazido por Silva:

Já tive a experiência pessoal de ver *startups* tendo extremas dificuldades para iniciar o crescimento de seu empreendimento, mesmo já tendo um ótimo produto, tendo um mercado consumidor potencial e estar completamente estruturada tecnologicamente para atender à demanda do mercado, por culpa de uma Governança Corporativa mal planejada.

Esta *startup* tinha previsto em seu contrato social a criação de um conselho consultivo, mas que na prática não existia, e este “pequeno detalhe” a estava impedindo de obter seu CNPJ e abrir contas bancárias, pois se está previsto no contrato social deverá existir no mundo real também.

Ao me procurarem, a primeira coisa que fiz foi reformular totalmente seu contrato social, extinguindo o Conselho Consultivo, nomeando o mínimo de administradores e deixando bem claro como seriam as deliberações desta sociedade. Em menos de um mês a *startup* já estava com seu CNPJ, sua conta bancária e já era autossustentável com a renda de seu próprio produto (2016, p. 76).

Destarte, as ferramentas relacionadas às estratégias e à sociedade devem ser instrumentos de auxílio às *startups* ao bom andamento de seus negócios, na captação de investidores e na mitigação de riscos.

4.3.2 Pessoas e Recursos

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2019, p. 30), à medida que a *startup* cresce, há cada vez mais a necessidade de instituir regras de convivência e de tratamento dos recursos humanos da empresa, devendo ser alinhadas as expectativas não mais só dos fundadores, mas também dos colaboradores, mentores, conselheiros e demais partes interessadas, regendo-se sempre pelo princípio da transparência.

As relações empregado-empregador também merecem atenção. Em *startups*, é comum que os colaboradores sejam contratados com benefícios de *stock option*, que são opções de compra oferecidas aos trabalhadores, para que, após um tempo de experiência, tornem-se sócios ou acionistas da empresa, geralmente de forma minoritária. E, assim, assumem o risco do negócio, junto aos fundadores, mas ao mesmo tempo, participam dos resultados positivos decorrentes de uma eventual venda futura da empresa. Como se observa no exemplo abaixo:

Um determinado profissional tem direito a 1% de participação societária. Para conquistar essa participação, deve permanecer trabalhando na empresa por três anos. Ele começará a receber sua participação quando completar o primeiro ano inteiro de trabalho. Quando atingir esse cliff (um ano de trabalho), receberá 0,2% do valor combinado entre as partes. Essa operação se repetirá sequencialmente a cada seis meses durante os dois anos restantes do contrato, ou seja, a cada seis meses, ele receberá mais 0,2%. Ao final de três anos, ele terá recebido toda a participação que lhe era destinada em cinco fatias de 0,2% cada (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2019, p. 31).

Dessa forma, instituem-se modelos de contratação distintos de empresas tradicionais, especialmente em estágios iniciais das *startups*, o que se deve inclusive ao fato de não possuírem ainda um capital de giro elevado e, muitas vezes, não serem capazes de oferecer salários competitivos no mercado. A formalização de contratos bem desenhados e a transparência destes documentos é importante, pois a cada nova entrada de colaboradores no quadro acionário, há a diluição de ações pré-existentes, o que deve ser considerado e estrategicamente pensado na análise dos investidores. É possível, claro, resguardar os interesses dos investidores por meio de cláusulas contratuais específicas, mas é um ponto a ser considerado na entrada do aporte e, especialmente na conversão destes em participação.

Além deste ponto, no pilar de pessoas e recursos, pode se inserir a implantação de um Código de Ética ou de Conduta. Como aponta Nogueira (2017, p. 111), “devem ser criados procedimentos e políticas internas que direcionam e definem os comportamentos obrigatórios e os aceitos pela empresa – em especial, no que tange à interação dos empregados com empresas concorrentes, com agentes do governo e com terceiros”.

Para a elaboração do Código, devem ser previamente estabelecidos os valores, os princípios e a missão da *startup*, para que reflitam no comportamento desejado para os seus funcionários e gestores. A partir de então, poderão ser reguladas diversas práticas esperadas, inclusive as condutas para o gerenciamento de riscos, como, por exemplo, com a criação de canais de denúncia internos e procedimentos de repressão de corrupção e irregularidades (NOGUEIRA, 2017, p. 112).

Portanto, podem ser mitigados, em certo grau, os riscos derivados de desinformação ou simplesmente de desalinhamentos com o padrão desejado pela *startup*, o que pode interferir drasticamente no seu desenvolvimento a curto e longo prazo.

4.3.3 Tecnologia e Propriedade Intelectual

Quanto à tecnologia e à propriedade intelectual encontram-se riscos na ausência de mecanismos de proteção dos ativos. De *startups*, como já visto, surgem novas ideias e

invenções tecnológicas que, se encontram respaldo nas classes protegidas pelo Instituto Nacional da Propriedade Industrial, devem ser registradas o quanto antes.

O fator do tempo é extremamente decisivo neste assunto, pois, com relação às marcas, por exemplo, tem preferência quem realiza o pedido de registro primeiro, independentemente de já existirem outras empresas utilizando a marca em questão no mercado. Porém, tal fato não é largamente conhecido, sendo muito comum tanto no mercado tradicional, quanto no mercado de *startups*, que empreendedores comprem domínios (*websites*) e acreditem que estão comprando também o direito à marca, o que não se confirma na prática. E, assim, podem perder o direito à preferência, que só é conferido a partir do pedido no INPI (GODINHO, 2017, p. 77).

Já quanto aos *softwares*, pode se ter uma garantia um pouco maior, por estarem protegidos pelo Direito Autoral, conforme preceituado na Lei de *Software* – Lei 9.609 de 1998²². E, por esta via, a proteção nasce juntamente com a criação da obra. Porém, diferentemente do que é conferido às obras literárias e musicais, a Lei de Software não atribui aos programas os direitos morais do autor, ou seja, não é resguardada a indicação ou o pagamento de *royalties* ao autor toda vez que for utilizado ou comercializado o programa²³. Por este motivo, a forma de comprovar a autoria de um programa de computador é por meio do registro (GODINHO, 2017, p. 80).

E, de qualquer sorte, é sempre recomendável o registro do ativo no INPI, pois, mesmo havendo um direito tutelado, eventuais disputas judiciais raramente são benéficas, especialmente para empresas em estágios iniciais de desenvolvimento. Até porque, o objetivo principal de registrar todo e qualquer ativo da empresa é evitar prejuízos futuros, garantindo a livre exploração da propriedade intelectual da *startup*, evitando restrições ou cobranças para a utilização do ativo que foi desenvolvido pela própria organização (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2019, p. 20).

4.3.4 Processos e *Accountability*

Em relação aos processos e à prestação de contas, é extremamente importante que os sócios ou acionistas tenham ciência da necessidade de ter demonstrações financeiras fidedignas.

²²Art. 2º O regime de proteção à propriedade intelectual de programa de computador é o conferido às obras literárias pela legislação de direitos autorais e conexos vigentes no País, observado o disposto nesta Lei (BRASIL, 1998).

²³ Art. 2º, § 1º Não se aplicam ao programa de computador as disposições relativas aos direitos morais, ressalvado, a qualquer tempo, o direito do autor de reivindicar a paternidade do programa de computador e o direito do autor de opor-se a alterações não-autorizadas, quando estas impliquem deformação, mutilação ou outra modificação do programa de computador, que prejudiquem a sua honra ou a sua reputação (BRASIL, 1998).

Não somente pelas demandas legais ou para a mitigação de riscos futuros, mas também para a busca de novos investidores, posto que as demonstrações financeiras devem espelhar a realidade da *startup* e os seus possíveis cenários de crescimento (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2019, p. 38).

Se mais sofisticada ou maior a *startup*, é recomendável a adoção de controles internos mais estruturados, como o Comitê de Auditoria. E, inclusive, é corriqueiro que investidores solicitem a contratação de uma Auditoria Independente, que fará uma checagem das demonstrações financeiras com a realidade fática da *startup* auditada.

Finalmente, a *startup* deve instituir processos que facilitem o controle interno e que tragam efetivamente resultados futuros, seja na repressão de erros ou falhas humanas, seja no controle a práticas de corrupção, mas que, ao mesmo tempo, não enrijeçam a organização ao ponto de retirar o caráter ágil e inovador, característicos de empresas deste segmento. Até porque, em sua maioria, é o que chama a atenção dos investidores.

Em conclusão, as ferramentas de governança corporativa e os controles internos devem ser instituídos em *startups* com a finalidade de prevenir e mitigar riscos, além de criar um ambiente empresarial, contábil e estratégico propício ao recebimento de investimentos, sempre resguardando, porém, as características essenciais do meio inovador em que elas se encontram.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo verificar a incidência das ferramentas de governança corporativa em *startups*, como meio de gerenciar riscos, conferindo mais segurança às partes interessadas, dentro das quais, destacam-se os investidores.

No primeiro capítulo, tratou-se de conceituar as *startups*, a partir das congruências doutrinárias de seus aspectos principais, como o controle e a redução de custos, o caráter disruptivo, a escalabilidade do produto ou serviço desenvolvido, uso de tecnologia e necessidade de investimentos de terceiros. Pôde-se traçar uma análise, portanto, a respeito das características próprias de *startups*, colocando-as em um ecossistema próprio e distinto das empresas do mercado tradicional. Por estes motivos, percebeu-se a informalidade presente nos negócios desta sorte, que se preocupam mais com o desenvolvimento do serviço ou produto a que se propõem, do que com as estruturas internas da empresa, sejam a título societário, de *compliance* ou estratégico.

Viu-se que o Marco Legal das *Startups* e do Empreendedorismo Inovador (Lei Complementar nº 182/2021) tentou endereçar os principais aspectos relevantes às *startups*, assim como definiu o papel do investidor e algumas formas de entrada dele nos negócios, seja por dívida ou participação. E, tais formas de investimento foram estudadas uma a uma, pontuando-se as características que as distinguem e as consequências aos empreendedores e aos investidores decorrentes de cada operação.

Conclui-se, a partir de então, que a entrada de investidores por meio de instrumentos que levam à participação societária na *startup* traz mais riscos ao investidor, mas também, maiores chances de lucros com o sucesso do negócio. Assim, para que seja benéfico o investimento, devem ser ponderados os riscos e os possíveis resultados do aporte, o que é possibilitado por ferramentas como a governança corporativa, como se viu nos capítulos seguintes.

Abordando-se a governança corporativa, no segundo capítulo, pôde-se identificar as origens do instituto, bem como os modelos existentes mundialmente, inclusive o praticado no Brasil. Foram avaliados os princípios que regem a governança corporativa – transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa – e como eles se traduzem em ferramentas específicas. Estas, por sua vez, foram analisadas em três diferentes frentes – controle decisório, *compliance* e estratégia – podendo-se perceber as vantagens da sua implementação, já que trazem resultados nítidos à organização da empresa e à prevenção de infrações.

Ainda, no segundo capítulo, foi possível ter uma ideia geral da aplicação da governança corporativa em *startups*, chegando à parcial conclusão que esta deve ser avaliada respeitando o nível de sofisticação, maturidade e de necessidade de cada empresa, sendo, por vezes, ineficiente a sua implementação.

Por fim, no terceiro capítulo, foi realizada uma análise do controle de riscos, por meio da governança corporativa. Conceituou-se risco e, a partir da conceituação, estudou-se a lei estadunidense Sarbanes-Oxley, marco mundial no controle de riscos. Por esta abordagem, foi possível verificar que os riscos corporativos são usualmente contornados por controles internos, o que neste trabalho se identificou como ferramentas de governança corporativa. E, portando, é intrínseca a relação entre o instituto e o gerenciamento de riscos.

Em decorrência desta relação, analisou-se, no terceiro capítulo, a aplicabilidade em *startups* por meio de quatro pilares – estratégia e sociedade; pessoas e recursos; tecnologia e propriedade intelectual; e processos e *accountability*.

Ao final, resta claro que as *startups* merecem atenção no que tange aos controles internos, devendo ter uma avaliação das ferramentas necessárias e possíveis de serem implementadas, de acordo com o estágio do seu desenvolvimento. Tal avaliação é imprescindível, pois, como visto ao longo do trabalho, alguns controles podem burocratizar a organização, que tem como principais características a inovação, escalabilidade e redução de custos, que são naturalmente aliadas a um certo nível de informalidade. Porém, se bem aplicada, a governança corporativa pode trazer benefícios inúmeros na prevenção de riscos de todas as sortes, além de tornar a *startup* um potencial e desejado objeto de investimento.

Destarte, pode-se concluir que a governança corporativa é importante meio de gerenciamento de riscos, tanto em empresas tradicionais, quanto em *startups*. Entretanto, pelas características peculiares destas, deve-se realizar uma análise mais aprofundada da adequabilidade dos controles adotados, a fim de realizar uma implantação que seja verdadeiramente efetiva.

REFERÊNCIAS

ÁLVARES, Elismar *et al.* **Governança corporativa: um modelo brasileiro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. 280 p.

ASSI, Marcos. **Governança, Riscos e Compliance: mudando a conduta nos negócios**. 1. ed. São Paulo: Saint Paul, 2017. 168 p.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS. **Guia do Marco Legal das Startups**. [S. l.: s. n.], 2021. 15 p. Disponível em: <https://abstartups.com.br/wp-content/uploads/2021/08/Guia-Marco-Legal-Startups.pdf>. Acesso em: 23 ago. 2021.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS. **Tudo o que você precisa saber sobre startups**. [S. l.], 5 jul. 2017. Disponível em: <https://abstartups.com.br/o-que-e-uma-startup/>. Acesso em: 23 ago. 2021.

AZEVEDO, Hudson de. **Código de Conduta: Grau de Adesão às Recomendações do IBGC pelas Empresas Listadas na CM&BOVESPA**. Orientador: Márcia Martins Mendes de Luca. 2010. 132 p. Dissertação (Mestre em Administração e Controladoria) - Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2010. Disponível em: http://www.repositorio.ufc.br/bitstream/riufc/29282/1/2010_dis_hazevedo.pdf. Acesso em: 14 set. 2021.

BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 1 de junho de 2021. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. **Diário Oficial da União**, Brasília, 2 jun. 2021. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp182.htm. Acesso em: 17 set. 2021.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**, Brasília, 11 jan. 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 17 set. 2021.

BRASIL. Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015. Código de Processo Civil. **Diário Oficial da União**, Brasília, 17 mar. 2015. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/113105.htm. Acesso em: 17 set. 2021.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, 17 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 17 set. 2021.

BRASIL. Lei nº 8.934, de 18 de novembro de 1994. Dispõe sobre o Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, 21 nov. 1994. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18934.htm. Acesso em: 17 set. 2021.

BRASIL. Lei nº 9.609, de 19 de fevereiro de 1998. Dispõe sobre a proteção da propriedade intelectual de programa de computador, sua comercialização no País, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, 20 fev. 1998. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19609.htm. Acesso em: 17 set. 2021.

CÂMARA DOS DEPUTADOS (Brasil). Centro de Estudos e Debates Estratégicos. **Capital empreendedor**. Brasília: Edições Câmara, 2014. 303 p. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/a-camara/estruturaadm/altosestudos/publicacoes-pdf-1/capital-empreendedor-pdf>. Acesso em: 17 set. 2021.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial: Direito de Empresa**. 22. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. 496 p.

COELHO, Giulliano Tozzi Coelho; GARRIDO, Luiz Gustavo. Dissecando o contrato entre startups e investidores anjo. *In: JÚDICE*, Lucas Pimenta; NYBO, Eryk Fontenele (coord.). **Direito das Startups**. 1. ed. Curitiba: Juruá, 2016. p. 115-145.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. **Cartilha de Governança**, Rio de Janeiro, p. 1-11, jun 2002. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 26 jul. 2021.

DORF, Bob; BLANK, Steve. **The startup owner's manual: the step-by-step guide for building a great company**. 1. ed. Pescadero: K&S Ranch, 2012. 1090 p. Disponível em: https://smeportal.unescwa.org/sites/default/files/2019-12/The_Startup_Owner%20s_Manual-A%20step%20by%20step%20guide%20for%20building%20a%20great%20company.pdf. Acesso em: 23 ago. 2021.

FEIGELSON, Bruno *et al.* **Direito das startups**. 1. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2018. 272 p.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS *et al.* **Negócios de impacto social: da estrutura da empresa nascente a sua aproximação com o poder público**. São Paulo: Escola de Direito de São Paulo, Instituto Inspirare, Potencia Ventures, 2014. 165 p. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/28621/Neg%C3%B3cios%20de%20Impacto%20Social%20-%20Da%20estrutura%20da%20Empresa%20Nascente%20a%20sua%20aproxima%C3%A7%C3%A3o%20com%20o%20Poder%20P%C3%BAblico.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 29 ago. 2021.

GODINHO, Amanda Novaes. Proteção jurídica da propriedade intelectual. *In: BARBOSA*, Anna Fonseca Martins; PIMENTA, Eduardo Goulart; FONSECA, Maurício Leopoldino da (coord.). **Legal Talks: Startups à Luz do Direito Brasileiro**. Porto Alegre: Editora Fi, 2017. p. 71-86. Disponível em: https://www.academia.edu/34227481/Legal_Talks_Startups_%C3%A0_Luz_do_Direito_Brasileiro. Acesso em: 16 set. 2021.

GOMES, Orlando. **Introdução ao Direito Civil**. 22. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2019. 456 p.

IGLESIAS, Felipe Campana Padin. **Opção de compra ou venda de ações no direito brasileiro: Natureza Jurídica e Tutela Executiva Judicial**. Orientador: José Alexandre Tavares

Guerreiro. 2011. 329 p. Dissertação (Mestrado em Direito) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-21082012-112205/publico/versao_completa_Dissertacao_Felipe_Iglesias.pdf. Acesso em: 5 set. 2021.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. 108 p.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Gerenciamento de riscos corporativos: evolução em governança e estratégia**. São Paulo: IBGC, 2017. 64 p.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Governança corporativa em startups e scale-ups: práticas e percepções**. São Paulo: IBGC, 2019. 29 p.

LETHBRIDGE, Eric. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 4, ed. 8, p. 209-231, dez 1997. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/13435/1/RB%2008%20Governan%c3%a7a%20corporativa_P_BD.pdf. Acesso em: 7 set. 2021.

LIMA, Fabiano Guasti. **Análise de Riscos**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2018. 344 p.

LUPI, André Lipp Pinto Basto. O Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador. *In*: LUPI, André Lipp Pinto Basto; QUINT, Gustavo Ramos da Silva; NIEBUHR, Joel de Menezes. **Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador**. Florianópolis: [s. n.], 2021. cap. 1, p. 3-20. Disponível em: https://mnadvocacia.com.br/wp-content/uploads/2021/06/Marco-Legal-das-Startups-e-do-Empreendedorismo-Inovador_final.pdf. Acesso em: 24 jul. 2021.

MAMEDE, Gladston. **Direito Societário: sociedades simples e empresárias**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2018. 552 p.

MEIRA, Silvio. **Novos negócios inovadores de crescimento empreendedor no Brasil**. 1. ed. Rio de Janeiro: Casa da Palavra, 2013. 450 p.

MINISTRY OF ECONOMIC DEVELOPMENT (Itália). **The Italian Startup Act: italy's policy framework to support innovative startups**. Roma: [s. n.], jul 2019. 28 p. Disponível em: https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/Executive%20summary%20ISA%2007_2019.pdf. Acesso em: 23 ago. 2021.

NYBO, Eryk Fontenele. Memorando de entendimentos para pré-constituição de uma startup. *In*: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Eryk Fontenele (coord.). **Direito das Startups**. 1. ed. Curitiba: Juruá, 2016. p. 29-38.

NOGUEIRA, Fernanda. Governança Corporativa e Conformidade nas Startups. *In*: BARBOSA, Anna Fonseca Martins; PIMENTA, Eduardo Goulart; FONSECA, Maurício Leopoldino da (coord.). **Legal Talks: Startups à Luz do Direito Brasileiro**. Porto Alegre: Editora Fi, 2017. p. 101-115. Disponível em: https://www.academia.edu/34227481/Legal_Talks_Startups_%C3%A0_Luz_do_Direito_Brasileiro. Acesso em: 16 set. 2021.

O'SULLIVAN, David; DOOLEY, Lawrence. **Applying innovation**. Thousand Oaks: Sage Publications, 2009. 61 p. Disponível em: http://www.nuigalway.ie/staff-sites/david_osullivan/documents/2011_ai_booklet.pdf. Acesso em: 28 ago. 2021.

PINTO, Rodrigo de Abreu. Ao redor do Marco Legal das Startups. **Academia.edu**, [s. l.], p. 1-9, jan 2021. Disponível em: https://www.academia.edu/45192705/Ao_redor_do_Marco_Legal_das_Startups_jan2021_. Acesso em: 6 set. 2021.

PIZO, Frank. **Mapeamento de controles internos SOX**: práticas de controles internos sobre as demonstrações financeiras. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2018. 272 p.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL (Brasil). Dispõe sobre a tributação relacionada às operações de aporte de capital de que trata o art. 61-A da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. Instrução Normativa nº 1719, de 19 de julho de 2017. **Diário Oficial da União**, Brasília, 21 jul. 2017. Disponível em: <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=84618>. Acesso em: 7 set. 2021.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL (Brasil). Dispõe sobre o Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ). Instrução Normativa nº 1863, de 27 de dezembro de 2018. **Diário Oficial da União**, Brasília, 28 dez. 2018. Disponível em: <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=97729>. Acesso em: 17 set. 2021.

RIES, Eric. **A Startup Enxuta**: como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas. 1. ed. São Paulo: Lua de Papel, 2012. 210 p. Disponível em: <http://s-inova.ucdb.br/wp-content/uploads/biblioteca/a-startup-enxuta-eric-ries-livro-completo.pdf>. Acesso em: 29 ago. 2021.

ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa**: fundamentos, desenvolvimento e tendências. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014. 608 p.

SANTA CRUZ, André. **Direito Empresarial**. 9. ed. São Paulo: Método, 2019. 976 p.

SANVICENTE, Antônio Zoratto. **Administração financeira**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 283 p.

SILVA FILHO, Emanuel Lima da. **Contratos de investimento em startups**: os riscos do investidor-anjo. São Paulo: Quartier Latin, 2019. 272 p.

SILVA, Laylon Lopes da. Governança Corporativa para Startups. *In*: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Eryk Fontenele (coord.). **Direito das Startups**. 1. ed. Curitiba: Juruá, 2016. p. 70-84.

SILVA, Laylon Lopes da; FLACH, Pedro. Debêntures: o que são, sua regulamentação e utilização por sociedades limitadas. *In*: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Eryk Fontenele (coord.). **Direito das Startups**. 1. ed. Curitiba: Juruá, 2016. p. 147-159.

SØRENSEN, Morten. **How Smart is Smart Money?: A Two-Sided Matching Model of Venture Capital.** [s. l.], p. 1-63, 27 jan. 2006. Disponível em: <https://epge.fgv.br/we/MD/FinancasCorporativas/2006?action=AttachFile&do=get&target=sorenson.pdf>. Acesso em: 6 set. 2021.

TAKADA, Thalles Alexandre. Startups - contrato de mútuo conversível em quotas sociais. **Revista de Direito Empresarial**, São Paulo, v. 19/2016, p. 151-159, out 2016. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/5225315/mod_resource/content/0/3%C2%AA%20Seminar%C3%A1rio%20-%20M%C3%BAtuo%20-%20T.%20Complementar%20-%20Takada.pdf. Acesso em: 25 jul. 2021.

WÜRCH, Adolpho Walter; GONÇALVES, Odair. **Análise das demonstrações contábeis.** São Leopoldo: Unisinos, 2012. 105 p.