

MECANISMOS CONTRATUAIS PARA A REDUÇÃO DE RISCO EM OPERAÇÕES DE INVESTIMENTO-ANJO EM *STARTUPS*

CONTRACTUAL MECHANISMS FOR THE REDUCTION OF RISK IN INVESTMENT-ANGLE OPERATIONS IN *STARTUPS*

Giulliano Tozzi Coelho¹

Resumo: As *startups* possuem um papel de destaque na produção de inovações, essenciais para o desenvolvimento econômico. Contudo, ao se realizar operações de investimentos com estas empresas, não é razoável adotar uma posição de completa indiferença frente aos riscos que apresentam, embora os retornos sejam potencialmente altos. Lançar mão de mecanismos de fiscalização sobre a utilização dos valores investidos, bem como de mecanismos de saída que deixem o investidor mais confortáveis na realização destas operações é fundamental para que novos investimentos aconteçam.

Palavras-chave: Investimento em Startups; Gestão de Risco; Startups; Mecanismos de Fiscalização; Mecanismos de Saída.

Abstract: Startups play a prominent role in the production of innovations, essential for economic development. However, when conducting investment operations with these companies, it is not reasonable to adopt a position of complete indifference to the risks they present, although returns are potentially high. Giving control mechanisms on the use of invested amounts, as well as exit mechanisms that make the investor more comfortable in carrying out these operations, is essential for new investments to take place.

Keywords: Investment in Startups; Risk management; Startups; Inspection Mechanisms; Output Mechanisms.

1 INTRODUÇÃO

A temática do investimento em startups, ao menos no Brasil, é extremamente recente, sendo um amplo campo de pesquisa e elaboração de conhecimento. Um desses lugares é justamente a conjugação dos interesses e motivações que fazem com que

¹ Mestre em Direito da Empresa e dos Negócios pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS, advogado, e-mail: giulliano@garridoetozzi.com.br

investidores decidam por realizar investimentos em empresas que, apesar de todos os riscos que as cercam, possuem alto grau de crescimento.

Obviamente que o menor grau de aversão ao risco que apresentam os chamados investidores-anjo, não significa que são completamente indiferentes a eles. Todo o investidor, ainda que de forma inconsciente, realiza a avaliação do risco e do retorno esperado. É justamente nessa avaliação que o Direito pode ser uma ferramenta útil na minimização dos riscos identificados através da elaboração de contratos que contenham cláusulas desenvolvidas para tanto.

A temática deste artigo é justamente discorrer sobre os mecanismos contratuais normalmente utilizados por investidores para a redução dos riscos nas operações de investimento anjo.

Para tanto, a primeira parte do artigo traçará um panorama geral sobre o investimento em startups. A segunda parte buscará fazer uma revisão sobre o risco, suas modalidades e o posicionamento dos investidores-anjo frente a estas questões. Por fim, iremos abordar quais os mecanismos podem ser utilizados, dando ênfase a utilização de mecanismos de fiscalização e saída.

2 INVESTIMENTO-ANJO EM STARTUPS.

Muito tem se discutido a respeito do empreendedorismo e o quão benéfico ele pode ser para o país. Neste aspecto, a inovação tem um papel extremamente relevante, pois cada vez mais se aposta em projetos inovadores, que de fato solucionam demandas e necessidades do mercado consumidor. Aliás, a inovação tem papel chave no desenvolvimento sustentado. Isto é, a diferença entre uma nação rica e uma pobre é o crescimento econômico, o qual tem como fator principal a inovação (Cooter, Schäfer, 2010, p. 306).

Nesse sentido as empresas *startups* têm um papel de destaque. Ainda que não se possa formular um conceito universal deste tipo de empresa, pode-se dizer que uma empresa startup é uma instituição desenhada para criar um novo produto ou serviço sob a condição de extrema incerteza e tem a inovação (seja tecnológica, de produto, de serviço, de processo, de modelo de negócio, entre outras) como o foco de seu desenvolvimento operacional (Ries, 2012, p. 34).

Ocorre que na esmagadora maioria das vezes os recursos que dispõem estes empreendedores (não raro são empreendedores jovens que estão se aventurando pela primeira vez no empreendedorismo) não são suficientes para financiar o crescimento do negócio em escalas maiores, o que não lhes deixa outra saída a não ser buscar o financiamento externo de suas atividades. Conforme a economia nos ensina, uma empresa em fase de expansão e crescimento, vai necessitar constantemente de instrumentos de financiamento de seus projetos. A grosso modo, uma empresa pode buscar financiamento de duas formas diferentes: interna e externamente (Pinheiro, 2014, p. 190).

O financiamento interno se dá através de aproveitamento de lucros não distribuídos, economias fiscais, desmobilização de ativos, etc. Já o financiamento externo pode ser obtido com recursos próprios (aumento do capital social, por exemplo) ou com recursos de terceiros, tais como empréstimos bancários, fornecedores, debêntures, *commercial papers*, entre outros (Pinheiro, 2014, p. 190).

É exatamente no âmbito do financiamento externo que vão se encontrar o que se denominou chamar de *angel investors* ou investidores anjo. Tal expressão tem sido comumente definida como uma pessoa que investe em empresas privadas, que não tem suas ações negociadas no mercado de capitais e cujos os fundadores não tem qualquer relação de parentesco ou afinidade (Degennero; Dwyer, 2010, p. 1). Também podem ser definidos como investidores de risco que têm como foco empresas muito jovens e com grandes dificuldades, mas que apresentam grande potencial de lucro (Williamson, 2013, p. 2071), investindo seu próprio capital (Kerr; Lerner; Schoar, 2014, p. 25).

Um dos grandes problemas para a realização destas operações de investimento em empresas nascentes é justamente o que Cooter e Schäfer denominam de desconfiança recíproca. Isto é, o investidor não deseja alocar o investimento sem certificar-se que a ideia ou o projeto efetivamente possui valor, ao passo que o empreendedor não deseja revelar sua ideia sem certificar-se que o investidor não irá disseminá-la. Deste modo, o investidor deverá confiar que o empreendedor não irá se apropriar do capital, e o empreendedor confiar que o investidor não irá se apropriar da ideia (2010, p. 307).

Percebe-se, assim, que a operação possui grande espaço para a manifestação de riscos para ambas as partes, os quais serão objeto de discussão no próximo tópico.

3 RISCO E O INVESTIMENTO EM STARTUPS

A decisão sobre o investimento em uma empresa nascente se faz obrigatoriamente sobre o sopesamento entre o risco e o retorno esperado . Assaf Neto ensina que as decisões sobre investimento não são tomadas em ambiente de total certeza com relação a seus resultados e justamente por estarem essas decisões fundamentalmente voltadas para o futuro , é imprescindível que se introduza a variável incerteza como um dos seus mais significativos aspectos. Toda a vez que a incerteza possa ser quantificada através de determinados indicadores, tal decisão está sendo tomada sob risco. O risco pode ser entendido pela capacidade de se mensurar o estado de incerteza de uma decisão mediante o conhecimento das probabilidades associadas à ocorrência de determinados resultados ou valores (Assaf Neto, 2014, p. 219).

Importante destacar, também, a diferença apontada por Knight, que afirma que a diferença prática entre risco e incerteza é que na primeira a distribuição do resultado num grupo de casos é conhecida (quer através do cálculo a priori, quer das estatísticas da experiência passada), enquanto no caso da incerteza isso não ocorre, em geral devido ao fato de que é impossível formar um grupo de casos, porque a situação que se enfrenta é, em alto grau, singular (1989, p. 249). Assim, nos termos que conclui Cristiano Carvalho, a incerteza se refere a situações em que não se conhece ou não se pode conhecer a distribuição de probabilidade dos resultados. O risco, por outro lado, denota a situação em que se podem estabelecer os possíveis resultados e suas respectivas probabilidades de ocorrência (2013, p. 99).

Assaf Neto expõe que o risco total de qualquer ativo é mesurado pela soma de seu risco sistemático e o não sistemático, assim diferenciando-os:

O risco sistemático é inerente a todos os ativos negociados no mercado e é determinado por eventos de natureza política, econômica e social. Cada ativo comporta-se de forma diferente diante da situação conjuntural estabelecida . Não há como evitar totalmente o risco sistemático e a diversificação da carteira de ativos como medida preventiva para redução desse risco, que atua somente sobre o risco diversificável (não sistemático).

O risco definido por não sistemático é identificado nas características do próprio ativo, não se alastrando aos demais ativos da carteira . É um risco intrínseco, próprio de cada investimento realizado, e sua eliminação de uma carteira é possível pela inclusão de ativos que não tenham correlação positiva entre si. Por exemplo, as carteiras diversificadas costumam conter títulos de renda fixa e de renda variável , os quais são atingidos de maneira diferente diante de uma elevação de juros da economia; as ações de empresas cíclicas (montadoras de veículos , construção civil etc .), de maior risco , costumam compor carteiras com ações de negócios mais estáveis (menos cíclicos) diante das flutuações da conjuntura econômica, como indústrias de alimentos e assim por diante (2014, p. 226).

No entanto, que essa separação entre risco sistemático e não sistemático nem sempre se apresenta tão dissociada uma da outra, pois até mesmo uma notícia específica sobre determinada empresa pode afetar o mercado como um todo (Ross, Westerfield, 2015, p. 381).

Já a mensuração deste risco é realizada através de critérios probabilísticos, notadamente a probabilidade objetiva, que é realizada através de informações e dados históricos do próprio ativo e a probabilidade subjetiva, pautada na intuição, conhecimento e até mesmo crença do investidor (Assaf Neto, 2014, p. 226).

É possível perceber, assim, que a decisão pelo investimento anjo em uma empresa startup é tomada sob grau de grande risco, apoiando-se o investidor muito mais na sua experiência de mercado do que propriamente em dados históricos da empresa (que em grande parte sequer são operacionais e não possuem tais informações). Ao que parece, os investidores-anjo adotam o comportamento exposto por Aswath Damodaran, através do qual aceitam que os riscos também apresentam oportunidades, sopesam os lados positivos e negativos de cada uma destas oportunidades e optam por aqueles que, em sua avaliação, estão dispostos a correr (2009, p. 365).

Ainda sobre a decisão do investidor, é preciso lembrar que toda a decisão em finanças leva em consideração a relação risco x retorno. Conforme Assaf Neto, para um mesmo nível de risco, o investidor racional seleciona a alternativa de investimento de maior retorno esperado. Sendo assim, se dois ou mais investimentos apresentarem o mesmo retorno esperado, a escolha será para aquele que oferecer a menor volatilidade (2014, p. 14).

Verifica-se desta forma que os investidores anjos realizam investimentos em empresas nascentes, ainda que com elevado grau de risco, com vistas em elevados retornos. Não há como esperar altos retornos com ativos de baixo risco, de modo que o elevado grau de risco deve ter seu retorno premiado com maior remuneração. Tal constatação se comprova a partir da apresentação da *CML – Capital Market Line*, desenvolvida por James Farrel e apresentada por Assaf Neto. Tal linha é apresentada em um gráfico de relação entre risco e retorno. Os ativos que apresentam menor risco são os que apresentam o menor retorno e, opostamente, os maiores riscos apresentam os maiores retornos. Na posição do gráfico com maior grau de risco e taxa de retorno, encontram os capitalistas de risco (2014, p. 242), posição em que se enquadram os investidores anjo (Ross, Westerfield, 2015, p. 672).

Obviamente que uma menor aversão ao risco não implica necessariamente em apontar uma completa indiferença quanto a este fator. Justamente por isso que os instrumentos jurídicos que passaram a ser adotados para formalizar tais operações procuraram conjugar diversos fatores, notadamente a segurança do investidor em face das eventuais dívidas da empresa investida.

3 MECANISMOS CONTRATUAIS PARA A REDUÇÃO DE RISCOS

Antes de entrar propriamente no tema, é preciso alertar que o presente artigo não possui a intenção de esgotar o tema proposto, mas demonstrar que através de alguns mecanismos postos à disposição de profissionais que trabalham com o tema podem efetivamente diminuir os riscos em operações de investimento anjo. Para cumprir essa tarefa, escolhemos duas espécies de mecanismos comumente utilizados nestes contratos, quais sejam: mecanismos de fiscalização e os mecanismos de saída.

É preciso salientar, também, que a prática brasileira tem apontado para a utilização de títulos de dívida conversíveis para a instrumentalização do investimento, fortemente influenciada pela prática norte-americana. De uma forma geral, é comum que as notas conversíveis prevejam que o investidor conceda à startup um mútuo, por um prazo determinado e que poderá ser quitado com entrega de participação societária (Marques, 2015, p. 77-78). Destarte o presente trabalho terá como objeto a análise das nuances deste contrato de dívida conversível, ainda que as operações de investimento possam se estruturar de outras formas (Coelho; Garrido, 2016, p. 115-130).

3.1. Mecanismos de Fiscalização.

Os mecanismos de fiscalização normalmente constantes no contrato dizem respeito à forma de entrega dos valores à título de investimento, ao recebimento das demonstrações financeiras da *startup* durante a aplicação dos valores, bem como eventual poder de veto que o investidor pode exercer sobre tais operações.

No que tange ao recebimento dos valores, a prática deste tipo de operação aponta para o fato de que os valores são pagos conforme a performance da *startup*, isto é, para que todo o valor seja efetivamente entregue, os empreendedores deverão cumprir determinadas condições ou *milestones*. Tais condições dependem do tipo de negócio

que é explorado pela startup, mas condições relacionadas à apresentação de uma versão atualizada do software ou à aquisição de um número específico de clientes são extremamente comuns.

No mesmo sentido, encontram-se as disposições que determinam a apresentação de documentos contábeis e financeiros ao investidor sobre os negócios da startup. Considerando o fato de inúmeras vezes os empreendedores são inexperientes e podem estar onerando a empresa de forma equivocada, a apresentação destes instrumentos ao investidor pode lhe mostrar uma fotográfica patrimonial interessante do negócio.

Por fim, também é comum o estabelecimento de cláusulas que concedem ao investidor o poder de vetar determinadas operações da startup que possam colocar em risco sua saúde financeira, tais como contratação de funcionários com altos salários, contratação de empréstimos bancários ou, ainda, alterações do contrato social como o aumento de capital.

Tais disposições buscam minimizar a ocorrência de problemas de agência (Jensen; Meckling, 1976), em especial ao do risco moral, uma vez que estabelece consequências pela possível quebra de confiança, materializada por um desvio de conduta do Agente (startup) na aplicação dos valores recebidos, que podem nem sempre estar alinhados aos interesses do Principal (investidor). Do mesmo modo, tais cláusulas têm por objetivo exercer um monitoramento sobre a administração da startup, justamente por possíveis problemas de risco moral advindos do desconhecimento do comportamento dos empreendedores na condução dos negócios. Vale lembrar que, via de regra, os empreendedores possuem mais conhecimento do produto ou serviço do que gestão de empresas nessa fase inicial (Coelho; Camargo; Rigão, 2017, p. 232).

Aliada a estas disposições, normalmente se negocia uma cláusula penal. Contudo, uma vez que se possui o entendimento de que se trata de investimento com alto grau de risco, a multa estabelecida não diz respeito ao insucesso da empresa. A multa, nesta espécie de contrato normalmente vem atrelada a um agir culposo ou doloso por parte dos empreendedores. Em direito, culpa é caracterizada por um descumprimento de um dever legal ou contratual de agir, normalmente caracterizado por um ato negligente, imprudente ou dotado de imperícia (Fiuza, 2011, p. 333), por exemplo o empreendedor passa a recolher os impostos com atraso e não mantém os livros contábeis da empresa em dia, fazendo surgir riscos fiscais que inviabilizam o negócio.

Todas essas cláusulas são pensadas de modo a minimizar o risco daqueles investidores que realizam esta modalidade de investimento e, ao se espalhar por todo o ecossistema empreendedor, acabam por trazer mais incentivos àqueles que ainda se encontravam indecisos sobre o tema.

3.2. Mecanismos de Saída

Sobre os mecanismos de saída são merecedores de destaque o *tag along* e a *put option*. Conforme se perceberá, tais institutos se apresentam na grande maioria das negociações de investimento-anjo e se mostram muito eficazes para os fins de minimização de riscos.

Em linhas gerais, o *tag along* define-se como sendo um direito de saída para sócios minoritários, na hipótese em que o sócio controlador vier a alienar sua participação na sociedade. Via de regra, tal disposição visa proteger os sócios minoritários que, no caso da realização de investimento anjo, serão os próprios investidores. Alerta-se que o instituto em comento não se confunde com o previsto no art. 254 da Lei 6404/76 (Olioli, 2011, p. 318) e tendo seu fundamento na liberdade contratual.

Tendo em vista que o investimento anjo é feito também em função do empreendedor, pode ser que para o investidor a troca na titularidade do controle da empresa investida não seja a melhor opção, razão pela qual comumente é exigido que tal disposição seja adicionada instrumento de investimento (Coelho, 2016, p. 125). Nesse sentido, vale lembrar o ensinamento de Corvo sobre o *tag along*:

Assumindo que o sócio que se retira era o controlador da sociedade, há o risco de que os demais sócios tenham de conviver com um novo controlador que eles não tiveram a oportunidade de escolher como sócios deles. Para se protegerem dessa possibilidade, pode-se prever no acordo uma cláusula condicionando a aquisição do controle pelo terceiro à aquisição das quotas dos demais sócios por um valor pré-determinado, normalmente o valor pago ao controlador. Essa é a cláusula de direito de venda conjunta ou *tag along* (Corvo, 2011, p. 100).

A *put option*, a seu turno, é uma cláusula que confere ao investidor o direito de exigir que os empreendedores comprem sua participação a qualquer momento, pelas condições expostas no contrato².

² Via de regra, negocia-se um valor simbólico para o exercício da cláusula, de modo a não se configurar uma doação ou outros fatos geradores que poderão ter repercussões tributárias relevantes.

Essa disposição ganha relevância e importância na medida em que oferece uma maior facilidade de liquidação do investimento realizado, bem como permite ao investidor que, exercendo a fiscalização que lhe compete e percebendo que o projeto investido não será tão bem-sucedido ou não lhe é mais interessante, possa se desfazer do investimento da forma mais ágil possível.

Nota-se, em verdade, que os investidores ao estabelecerem estas espécies de cláusulas estão verdadeiramente realizando uma gestão estratégica de risco, através da qual identificam os riscos, analisam sua probabilidade de ocorrência, mapeiam quais são os mais sensíveis e negociam formas de minimizá-los (Padoveze; Bertolucci, 2013, p. 185), neste caso, através da negociação de cláusulas contratuais.

Obviamente em uma operação de investimento em startups não será possível a eliminação de todo e qualquer risco, seja ele sistemático ou não. No entanto, deve ser levado em consideração que a literatura, de um modo geral, sustenta haver um saldo positivo na assunção de riscos, desde que os indivíduos e as organizações que os assumam o façam de forma responsável e seletiva, de modo a evitar maiores prejuízos (Damodaran, 2009, p. 343).

Investidores que levam esses fatores em consideração, certamente utilizam estas e outras cláusulas para a redução de seus riscos. Num quadro geral, a proliferação destas práticas pode servir de incentivos para novos investidores realizarem esta modalidade de operação.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A inovação é essencial para o desenvolvimento sustentado da economia, possuindo as empresas startups um papel relevante na sua criação. Justamente por não possuírem os recursos necessários para o desenvolvimento de seus negócios inovadores que os empreendedores buscam investimentos. No entanto, é preciso conjugar o problema da desconfiança recíproca de forma satisfatória para que o empreendedor e o investidor sintam-se confortáveis para a troca de informações e capital, sendo risco um fator relevante nessa situação.

O risco, caracteriza-se por ser um fato constante em qualquer decisão sobre investimento, haja vista que tais decisões são feitas com os olhos voltados a eventos futuros. O que diferencia o risco da total incerteza é justamente a capacidade que os

agentes possuirão de mensurar as probabilidades de ocorrência ou não de resultados danosos. Apesar de existirem diversas modalidades risco, o que é realmente relevante é o fato de os investidores sopesam, invariavelmente a relação risco e retorno, esperando um retorno maior para ativos mais arriscados, como é o investimento em startups.

O Direito pode e deve exercer um papel de minimização destes riscos a partir do momento que é possível identificar os pontos sensíveis aos investidores, principalmente, através da negociação de mecanismos de fiscalização e saída para o investidor, sem prejuízo de outras cláusulas que as partes podem livremente negociar.

Certamente o investidor que realiza a gestão e seleção daqueles riscos que pode e está disposto a correr consegue resultados mais positivos de uma maneira geral.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

CARVALHO, Cristiano. **Teoria da Decisão Tributária**. São Paulo: Saraiva, 2013.

COELHO, Giulliano Tozzi; CAMARGO, Henrique Cabral; RIGÃO, Romulo de Oliveira. Contrato de investimento em Startup pela ótica da teoria da agência: análise de cláusulas e a relação com os conflitos de agência. **Revista dos Tribunais**, vol. 976. São Paulo: Revista dos Tribunais: fev. 2017. p. 221-239.

COELHO, Giulliano Tozzi. Dissecando o Contrato com Investidor-Anjo. In: JÚDICE, Lucas Pimenta; NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. Curitiba: Juruá, 2016. p. 115-130.

COOTER, Robert D.; SHÄFER, Hans-Bernd. O Problema da Desconfiança Recíproca. In: SALAMA, Bruno Meyerhof. **Direito e Economia: textos escolhidos**. São Paulo: Saraiva, 2010.

DAMODARAN, Aswath. **Gestão Estratégica do Risco: uma referência para a tomada de riscos empresariais**. Porto Alegre: Bookman, 2009.

DEGENNARO, Ramon. P.; DWYER, Gerald P. Expected Returns to Stock Investments by Angel Investors in Groups. **Working Paper Series** (Federal Reserve Bank of Atlanta). 2010. p. 1-48.

FIUZA, César. **Direito Civil**. Belo Horizonte, Del Rey, 2011.

JENSEN, M.C. e MECKLING, W.H. **Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure.** Journal of Financial Economics, 1976.

MARQUES, Rafael Younis. **Notas Conversíveis no Equity Crowdfunding: sociedade de fato e risco de responsabilidade pessoal do investidor.** São Paulo: Quartier Latin, 2015.

KERR, William R.; LERNER, Josh.; SCHOAR, Antoinette. The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings. **Review of Financial Studies** 27, no. 1 (January 2014): 20–55.

KNIGHT, Frank H. **Inteligência e ação democrática.** Tradução de Francisco J. Berali. Rio de Janeiro: Instituto Liberal, 1989.

OIOLI, Erik Frederico. Obrigatoriedade do Tag Along na Aquisição de Controle Diluído. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos.** São Paulo: Malheiros, 2011. p. 316-326.

PADOVEZE, Clóvis Luís; BERTOLUCCI, Ricardo Galinari. **Gerenciamento do risco corporativo em controladoria: enterprise risk management (ERM).** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas.** 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

RIES, Eric. **A Startup Enxuta: como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas.** São Paulo: Lua de Papel, 2012.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira.** 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.

WILLIAMSON. James J. The JOBS Act and Middle-Income Investors: why it doesn't go far enough. **The Yale Law Journal**, v. 122, n. 7, maio 2013. p. 2069-2080.

Data da submissão: 01 de março de 2018;

Aceite para publicação: 20 de abril de 2018.