

Tópicos seleccionados sobre

Venture Capital



Azeredo & Ugatti

A D V O G A D O S

Introdução

O mercado de Venture Capital no Brasil vem passando por um processo acelerado de amadurecimento. Startups e investidores convivem com novas dinâmicas jurídicas e negociais que exigem maior clareza, segurança e estratégia na hora de estruturar operações. Nesse cenário, compreender os instrumentos, etapas e práticas mais recorrentes tornou-se essencial não apenas para captar recursos, mas também para sustentar o crescimento de forma sólida e competitiva.

Reunimos nesta coletânea os artigos publicados em nossa série especial sobre Venture Capital. O objetivo é oferecer uma visão prática e acessível dos principais temas que envolvem esse universo: desde as primeiras captações e instrumentos como o mútuo conversível, até discussões mais avançadas, como cláusulas de proteção de investidores, flips societários, liquidação preferencial e estratégias de saída.

Mais do que apresentar conceitos, este material busca destacar tendências de mercado, cuidados jurídicos e pontos de atenção que refletem diretamente no sucesso das operações. Nosso propósito é contribuir para que empreendedores e investidores tomem decisões mais informadas, sustentadas por segurança jurídica e alinhadas às melhores práticas do ecossistema de inovação.

04 Venture Capital: processo de investimento e principais etapas

09 Mútuo conversível e outros instrumentos de investimento

13 Os direitos dos investidores em startups: a prática norte-americana e o cenário brasileiro em evolução

18 Obrigações dos fundadores em startups

25 Flip societário e estruturas para captação estrangeira de recursos

29 Direitos políticos e econômicos de investidores em startups: contrapartidas do investimento de risco

35 Liquidation preference: a evolução da proteção de investidores

41 O conceito de exit e eventos de liquidez no Venture Capital



Venture Capital:

processo de investimento e principais etapas

Captações podem envolver uma série de fases criteriosas, com implicações legais específicas que demandam atenção dos investidores e empreendedores. Nos últimos anos, a indústria de Venture Capital no Brasil tem experimentado um amadurecimento significativo. Após o boom de 2020-2021, o mercado está se ajustando a uma nova dinâmica, mais focada na geração de caixa e menos dependente de rodadas sucessivas de captação e valuations crescentes.

Esse processo de aprendizado tem impactos no mundo jurídico. A crescente familiarização com os documentos “padrão” desenvolvidos por Y Combinator e pela National Venture Capital Association (NVCA) tem influenciado diretamente os instrumentos utilizados pelas startups brasileiras para captação de recursos, seja junto a investidores-anjo ou mesmo em rodadas de crowdfunding.

Ainda não há, porém, um só modelo consolidado no mercado para a captação de recursos. Em muitos casos, captações podem envolver uma série de etapas criteriosas, cada uma com implicações legais específicas que demandam atenção tanto dos investidores quanto dos empreendedores.



Conheça as etapas iniciais desse complexo processo: prospecção, due diligence e uma breve introdução dos documentos de investimento

A prospecção (ou deal sourcing) representa, em resumo, a identificação de oportunidades no mercado, etapa que pode ocorrer de diversas maneiras, a depender do perfil dos investidores. Fundos de investimento podem exigir a assinatura de term sheets e acordos de confidencialidade para fins das negociações iniciais, enquanto grupos-anjo por vezes não exigem tais formalidades.

Independentemente do caminho adotado, é crucial esclarecer desde o início quais cláusulas têm caráter vinculante e quais são meramente indicativas. A falta dessa clareza pode resultar em negociações prolongadas e desgastantes na elaboração dos documentos definitivos ou aqueles que formalizarão o aporte na startup.

Due Diligence: avaliação de riscos e passivos

Após a prospecção, geralmente segue-se à fase de diligência, que visa identificar potenciais passivos que podem representar riscos ao negócio. Esses riscos nem sempre são evidentes em uma análise superficial ou nas primeiras conversas.

Sob a ótica jurídica, este processo é multifacetado e detalhado, abrangendo diversas áreas. A due diligence societária examina a estrutura de capital da empresa, a regularidade de aumentos de capital anteriores, o histórico de atas e documentos societários, bem como identifica eventuais acordos de acionistas preexistentes que possam impactar o investimento pretendido. Irregularidades nesta esfera podem comprometer a segurança jurídica da operação e frequentemente resultam em condições precedentes ao investimento ou ajustes nas condições dos documentos definitivos.

No âmbito regulatório, a due diligence se concentra em avaliar se os negócios desenvolvidos pela empresa (por exemplo, uma fintech ou insurtech) podem ter efeitos regulatórios relevantes, e se a startup, no seu atual estágio de desenvolvimento, dependeria de autorizações ou licenças específicas para o seu funcionamento, o que pode acabar impactando suas operações e, em última análise, custos.

Quanto a aspectos trabalhistas, é fundamental analisar se a startup adota instrumentos que possam caracterizar vínculos empregatícios disfarçados, remuneração via equity inadequadamente estruturada ou pagamentos a pessoas jurídicas que caracterizem “pejotização”. Tais características que podem indicar passivos trabalhistas significativos.

Documentos de investimento: estruturação e negociação

Concluída a due diligence (e, em muitos casos, paralelamente a isto), é discutido o uso dos instrumentos de investimento – o mais comum é o “mútuo conversível”. No ecossistema de Venture Capital brasileiro, porém, é difícil encontrar um modelo único que atenda a todas as situações: alguns fundos podem incentivar empresas a realizarem o flip societário, investindo por meio de Delaware (ou outras jurisdições típicas nesse mercado), enquanto outros optam por investimentos diretos ou instrumentos de mútuo.

Cada modalidade de investimento apresenta particularidades jurídicas, tributárias e contábeis que podem impactar as empresas, por isso a revisão por um assessor jurídico – seja pelo lado da empresa ou pelo do investidor – é sempre recomendável.

Investimentos diretamente em equity, por exemplo, podem implicar responsabilidades adicionais, além de proporcionar direitos políticos imediatos ao investidor, mas estão sujeitos a procedimentos societários mais complexos e oferecem menor flexibilidade.

Por outro lado, instrumentos conversíveis podem oferecer maior agilidade na formalização, postergando a entrada no capital da startup, e adiando discussões sobre acordo de sócios ou mesmo a participação na empresa.



Embora a prática internacional sugira que a redução de custos jurídicos e operacionais possa ser uma estratégia eficiente, o cenário brasileiro ainda não apresenta uma abordagem única. Existem aqueles que defendem que o mútuo conversível é seguro o suficiente para essas captações, enquanto outros acreditam que, apesar de ser mais trabalhoso, negociar e adotar instrumentos mais detalhados vale a pena.

Marco Legal das Startups: instrumentos de investimento e a importância da estruturação jurídica

A Lei Complementar 182 (Marco Legal das Startups) apresenta, ainda, outras perspectivas, estabelecendo no seu Art. 5º um rol de outros instrumentos que podem ser utilizados para fins de investimento, como contratos de opção, debêntures conversíveis, estruturação de SCPs, contratos de investimento-anjo.

(i) não integrar formalmente o quadro de sócios da startup;

(ii) não tiverem subscrito qualquer participação representativa do capital social da startup.

Em todo caso, as cláusulas de valoração ou fixação dos critérios de conversão são especialmente relevantes: além de estabelecerem as condições para que o investimento se torne efetivamente equity, pode haver mecanismos de ajustes, como condições de diluição, earn-out (pagamentos adicionais condicionados ao atingimento de metas) e ratchet (ajustes na participação devido a desempenho aquém do projetado).

Estes dispositivos podem impactar a participação final do investidor, exigindo redação precisa para evitar disputas futuras quanto a métricas de performance e métodos de cálculo.

A estruturação adequada destas etapas iniciais do processo de investimento de Venture Capital é fundamental para estabelecer bases sólidas para uma relação de longo prazo entre investidores e empreendedores.

Nestes estágios preliminares, instrumentos jurídicos bem redigidos podem contribuir significativamente para mitigar riscos, e até mesmo viabilizar futuras rodadas de captação: além de economias em possíveis novas negociações, instrumentos bem redigidos podem evitar conflitos e discussões, e tornar o processo de crescimento de startups mais fluido e exitoso.

Independentemente do modelo de captação adotado, é essencial que tanto os investidores quanto os empreendedores contem com assessoria jurídica especializada. As particularidades de cada negociação e a complexidade das etapas envolvidas exigem um olhar atento para evitar riscos, garantir a segurança jurídica e otimizar as condições do investimento. A escolha do instrumento adequado, seja um mútuo conversível, equity ou qualquer outra modalidade, deve ser feita com cautela, sempre levando em consideração os aspectos jurídicos, tributários e regulatórios.



Mútuo conversível e outros instrumentos de investimento

O financiamento de startups e empresas inovadoras demanda instrumentos jurídicos e financeiros que proporcionem flexibilidade na captação de recursos, de forma que seja possível equilibrar interesses de investidores e investidas sem gerar custos excessivos.

Nesse contexto, o mútuo conversível se consolidou como um dos principais instrumentos utilizados no ecossistema de Venture Capital brasileiro, ao lado de outros documentos, como contratos de opção, debêntures conversíveis ou até mesmo quotas de Sociedades em Conta de Participação (SCPs) – cada um dos quais com características e particularidades diversos.

Características do mútuo conversível

O mútuo conversível é um contrato de empréstimo no qual o investidor aporta recursos na startup com a possibilidade de converter esse crédito em participação societária no futuro. A conversão ocorre mediante um gatilho previamente estabelecido, que pode ser desde a transformação da empresa em uma sociedade por ações, a ao transcurso de um prazo estipulado no contrato.

A principal vantagem dessa modalidade é permitir que startups captem recursos de forma célere e com baixos custos, sem a necessidade de inclusão dos investidores no cap table da investida em um primeiro momento. A vantagem deste modelo é que o investidor se protege de eventuais passivos do negócio, enquanto os empreendedores têm liberdade para conduzir suas atividades de dia a dia.

Entre suas principais características, destacam-se:

Flexibilidade na captação: viabiliza o levantamento de recursos de forma célere, e sem um modelo fechado, que pode ser negociado caso a caso, a depender do estágio de desenvolvimento da startup.

Proteção: como o investidor não é admitido no capital da empresa em um primeiro momento, é possível protegê-lo de eventuais passivos (ex: tributários, trabalhistas etc) da empresa.

Eventos de Conversão: o investidor só se torna sócio caso ocorra(m) eventos de conversão previstos no contrato, sendo que estes eventos podem ser customizado para cada caso.

Customização: instrumentos de mútuo conversível podem ser customizados para cada tamanho, grau de desenvolvimento e complexidade de startups.

Outros instrumentos de investimento

A evolução do ecossistema de startups no Brasil, especialmente com a entrada em vigor do Marco Legal das Startups (Lei Complementar 182/2021), ampliou o leque de opções para investidores e empreendedores. Além do mútuo conversível, outros instrumentos têm sido amplamente utilizados, cada um com características específicas:

01

Contratos de opção de compra:

Os contratos de opção garantem ao investidor o direito, mas não a obrigação, de adquirir participação na startup sob condições previamente estipuladas. Esse modelo é comumente utilizado tanto para investidores quanto para programas de stock options destinados a colaboradores.

02

Debêntures conversíveis:

As debêntures são títulos de dívida emitidos pela empresa, e as conversíveis permitem ao investidor a opção de transformá-las em participação societária no futuro. Esse modelo é mais comum em startups que já possuem uma estrutura societária mais robusta ou estão em estágios mais avançados de crescimento.

03

Sociedade em Conta de Participação (SCP):

A SCP é um modelo no qual um investidor (sócio participante) aporta recursos na empresa sem integrar formalmente o quadro societário. Essa estrutura permite retornos financeiros sem que o investidor assuma os riscos e responsabilidades de um sócio tradicional.

A escolha do instrumento de investimento = dependerá de diversos fatores, como o estágio de desenvolvimento da startup, o apetite de risco dos investidores e os objetivos estratégicos do negócio. O mútuo conversível permanece uma das modalidades mais utilizadas devido à sua flexibilidade e facilidade de implementação, mas as debêntures conversíveis, contratos de opção e participações via SCPs também desempenham papéis relevantes no ecossistema, podendo fazer sentido para cada caso, investidor e/ou empresa.



Independentemente da estrutura adotada, contar com uma assessoria jurídica especializada é recomendável, visando analisar a estrutura de cada caso, buscar mitigar riscos e otimizar condições para futuras rodadas de captação. Com o amadurecimento do mercado de Venture Capital no Brasil, compreender as nuances de cada instrumento é um diferencial para startups e investidores que buscam um crescimento sustentável e seguro.



Os direitos dos investidores em startups:

a prática norte-americana e o cenário brasileiro em evolução

A proteção dos investidores em startups é um tema central nas discussões sobre venture capital. Mas como essa proteção se estrutura na prática?

Os modelos norte-americano e brasileiro adotam lógicas distintas — ainda que cada vez mais convergentes — e oferecem lições importantes sobre o amadurecimento dos mercados de inovação. O objetivo deste breve material é comparar as práticas de venture capital adotadas nos Estados Unidos e no Brasil, passando por direitos tipicamente concedidos em diferentes tipos de rodada, perfis de investidor e níveis de maturação das startups.

A proposta é oferecer uma comparação, ainda que rápida, entre os direitos de investidores nas práticas americana e brasileira.

O modelo americano: documentos mais simples e foco no futuro

Nos Estados Unidos, a cultura de investimento em startups é notoriamente influenciada pelo Vale do Silício. O principal instrumento jurídico utilizado nas rodadas iniciais tem sido o SAFE (Simple Agreement for Future Equity), criado pelo Y Combinator em 2013.

Esse modelo reflete uma lógica pragmática: hoje, o investidor aporta capital para ter direito a participação futura no capital da investida. Tipicamente, o investidor também tem direito a participar de eventos de liquidez, como exits, alienação de controle, venda da companhia ou IPO.

No modelo do SAFE (e outros documentos tipicamente utilizados naquela jurisdição), os direitos concedidos são quase exclusivamente de natureza econômica. Na prática, o investidor não detém poder de voto, não participa da administração e raramente possui veto em relação a matérias chave. Ele aposta na valorização futura da empresa e estrutura sua proteção essencialmente por meio de cláusulas como: Direito de preferência na liquidação (liquidation preference); Direito de venda conjunta (tag along ou co-sale); Conversão automática ou com desconto em eventos futuros.



Essa abordagem simples favorece a agilidade nas rodadas iniciais e reduz conflitos entre fundadores e investidores nos estágios embrionários da startup, além de manter custos de negociação e implementação jurídica das operações bem baixos. É uma fórmula que prioriza velocidade, com contratos curtos e eficientes. Por vezes, porém, SAFEs podem ser acompanhados de side letters, regulando certos direitos (de informação, políticos e/ou econômicos) que eventualmente sejam considerados essenciais para certo investidor, fundo ou grupo de investidores.

Apesar do Y Combinator oferecer, em seu site, um modelo “básico” de side letter (que também vem sendo amplamente adotado pelo mercado), não é incomum observarmos diferentes modelos de side letters concedendo direitos diversos, a depender do perfil de investidor e grau de maturação de startup.

Esses direitos podem compreender desde questões mais simples (como uma put para conceder aos investidores saída do capital, em certos cenários e a valor simbólico; ou direito a informações), como temas mais complexos, como drag along ou direito a indicação de membros para o board destas empresas.

O contexto brasileiro: arcabouço regulatório mais complexo (e em evolução)

No Brasil, o cenário ainda é bem diferente da prática americana. Apesar da indústria daqui estar constantemente se desenvolvendo para pensar e criar soluções que se aproximem da prática de lá, o grau de desenvolvimento do mercado de venture capital, a sofisticação do mercado e o próprio arcabouço regulatório acabam sendo muito diversos, o que acaba tendo reflexos nos instrumentos contratuais tipicamente utilizados.

Isso se deve, dentre outros, ao fato de que o mercado brasileiro de venture capital acabou bebendo muito da fonte de operações mais tradicionais de private equity, o que acaba gerando efeitos tanto nas preocupações dos investidores locais, como, por consequência, nos instrumentos contratuais utilizados. É comum que investidores — especialmente fundos — estabeleçam contratualmente certos direitos

políticos, mesmo em rodadas mais early stage. Isso pode incluir, por exemplo: Assentos em conselhos ou comitês consultivos;

Poder de veto sobre matérias estratégicas (veto rights); acordos de voto e cláusulas de lock-up, non compete e non solicit; participação em outros temas de governança corporativa, como quóruns qualificados, assentos em conselho fiscal e/ou outros órgãos. Além disso, há também os direitos econômicos (como voto afirmativo na distribuição de resultados, antidiluição, tag along) e os direitos de informação, muitas vezes tidos como instrumentos de transparência, e que por vezes podem ser tratados contratualmente como formas de controle preventivo.

Essa configuração mais densa tem razões históricas, pois as normas que regem os fundos de investimento em participações (FIPs) no Brasil são mais rígidas, o que leva gestores a exigirem mecanismos de proteção mais estruturados e robustos — inclusive em rodadas early stage.

Rodadas iniciais brasileiras: cuidados para evitar afastar investidores

No Brasil, um dos pontos de atenção mais relevantes é a concessão excessiva de direitos em rodadas de captação early stage.

Apesar de ser compreensível que fundos exijam – até mesmo por questões regulatórias – certos direitos que lhes garantam conhecer e contribuir para o sucesso de empresas em crescimento, é importante destacar que direitos e deveres têm custos e contrapartidas: um assento em um board pode ser essencial para um futuro investidor, e conceder tais direitos cedo demais pode acabar atrapalhando (ou mesmo impedindo) futuras rodadas de captação.

Nesse sentido, é necessário que empreendedores e assessores jurídicos conheçam a prática internacional (destino de muitas empresas) e local (início de tantas outras) para saber o momento ideal de negociar cada um destes direitos. Não é incomum que investidores anjo ou fundos exijam direitos políticos ou cláusulas típicas de rodadas mais avançadas (Series B ou C), e, a depender do caso, isso se torne um impeditivo para futuras rodadas de captação.

Embora estas exigências sejam compreensíveis sob a ótica da segurança do investimento (especialmente diante do recente momento de mercado, pós boom de 2021, essa prática pode engessar a estrutura da startup e comprometer sua capacidade de realizar rodadas futuras.

Nosso sócio Leonardo Ugatti pontua que “Não se trata de dizer que é certo ou errado conceder tais direitos, mas é preciso calibrar conforme o momento e o perfil dos envolvidos. Se você entrega poder de veto a um investidor anjo, talvez tenha dificuldade em atrair um fundo na próxima rodada”.

Por isso, uma abordagem mais eficiente — e madura — é adaptar a estrutura de governança de forma progressiva, conforme a startup evolui. No início, os instrumentos devem ser simples, focados no alinhamento econômico e no incentivo ao crescimento. Em fases posteriores, conforme aumentam os riscos e os valores investidos, ganham relevância os mecanismos de controle e de participação mais ativa.





Obrigações dos fundadores em startups

No início da construção de uma startup não é incomum notar-mos uma simbiose quase total entre a figura do fundador e o negócio. É essa pessoa — ou esse pequeno grupo — que inicialmente é responsável por implementar a visão estratégica, execução, decisões e representação da empresa perante o mercado e os investidores. Com o amadurecimento da empresa, porém, é natural notarmos uma transformação desse papel.

Entender essa dinâmica é essencial tanto para empreendedores quanto para investidores. Este artigo, o quarto da série sobre Venture Capital, busca explorar as principais obrigações e atribuições de fundadores ao longo da vida de uma startup. Buscaremos aqui destacar não apenas deveres formais, como dedicação, transparência e alinhamento com os investidores, mas o papel estrutural que os fundadores exercem no desenvolvimento organizacional da empresa.

À medida que a startup avança em maturidade, espera-se dos fundadores uma transição gradual: de protagonistas operacionais a agentes de institucionalização, capazes de implementar mecanismos de governança, atrair lideranças ou pessoas-chave e preparar o negócio para rodadas futuras de investimento (por vezes inclusive liderando o processo de captação), eventuais aquisições ou até o IPO.

O papel do founder varia conforme a maturidade da startup

Falar em obrigações ou atribuições dos founders demanda compreender o momento da empresa: nos estágios iniciais, a identificação entre pessoa e empresa é profunda, sendo que em fases de desenvolvimento e maturação mais avançadas, espera-se maior institucionalização e independência, com maior especialização do founder, que deixa de ser generalista, e passa a ocupar cargos cada vez mais focados em certas atividades, como financeiro, operacional etc.

Geralmente é neste momento que startups começam a constituir conselhos, diretorias com profissionais de mercado e controles internos mais robustos e profissionais. Mesmo quando a startup amadurece e os fundadores começam a se afastar das atividades mais corriqueiras do dia a dia, espera-se que eles atuem como guardiões da cultura e da visão de longo prazo da empresa.

Esse papel, muitas vezes menos visível, é estratégico para manter a identidade da empresa mesmo após rodadas sucessivas de investimento e crescimento do time.

Dedicação: do envolvimento total à profissionalização da gestão

Um dos pontos mais relevantes na atuação do founder é sua dedicação ao negócio. Nos primeiros ciclos (normalmente até que a empresa realize uma captação em patamar suficiente para bancar um salário ou remuneração fixa razoável), não é incomum que ele divida o tempo com outras atividades, por necessidade financeira.

Mas, à medida que investidores aportam recursos, há uma necessidade de que os founders passem a atuar em regime de exclusividade na startup, ainda que com uma remuneração abaixo daquilo que tipicamente ele poderia receber em uma função semelhante no mercado.

Esta transição, porém, deve ser feita de forma atenta e ponderada, sendo recomendável:

01

Conflitos de interesse:

Fundadores não devem atuar em negócios concorrentes ou que possam, de alguma maneira, canibalizar a startup ou desviar negócios dela;

02

Controle de agendas externas:

A participações em eventos, mentorias ou como professores são válidas, mas devem ser limitadas ou feitas de forma cuidadosa, de forma que o founder tenha tempo suficiente para dedicar-se ao crescimento da empresa;

03

Presença ativa:

Reuniões, decisões estratégicas e acompanhamento de métricas fazem parte do core de atividades de um founder ativo. Nas fases iniciais, startups podem estar sujeitas a muitas variações em seu faturamento, crescimento e atração de novos clientes, pelo que uma atenção redobrada dos founders acaba tornando-se essencial.

Com o avanço da operação e o ingresso de novos investidores, a dedicação do founder deixa de ser apenas uma recomendação — em muitos casos, passa a ser uma exigência contratual e estratégica. Sua presença ativa, aliada à gestão do tempo e à clareza de prioridades, é determinante para manter a confiança do mercado e sustentar o ritmo de crescimento da startup.

Governança: um caminho inevitável com o crescimento

À medida que a empresa evolui, as estruturas de governança ganham corpo e isso inclui o estabelecimento de um arcabouço contratual, de políticas internas e controles mais robusto. Nesse sentido, com o passar do tempo é natural que sejam instalados conselhos de administração, comitês internos e outros órgãos de governança voltados para o aumento da transparência, oxigenação de ideias e novos caminhos de crescimento. Nesta fase, é comum que papel do founder deixe de ser apenas operacional, passando a ser cada vez mais estratégico ou institucional.

Esse processo, se bem conduzido, permite que a empresa reduza a dependência de pessoas específicas, tornando-a mais resiliente, atrativa para investimentos e preparada para fusões, aquisições ou abertura de capital.

Obrigações jurídicas e administrativas do founder

Além da dedicação e do papel institucional, é esperado que certos cuidados jurídicos e operacionais sejam adotados pelos fundadores. A maioria deles está relacionada com uma institucionalização do negócio, e uma independência entre a empresa e seus fundadores:

01

Formalização e registro de ativos: tecnologias, marcas, domínios e contratos precisam estar registrados, depositados ou celebrados em nome da empresa, e não das pessoas físicas/fundadores;

02

Comunicação transparente com investidores: é necessário estabelecer procedimentos voltados para prestação de contas, atualizações e documentos que permitam acompanhamento o negócio pelos investidores;

03

Gestão financeira e de pessoas: nos primeiros estágios, o founder acumula essas frentes, e deve manter boas práticas para preparar o negócio para a profissionalização futura. Idealmente uma empresa deve possuir founders com perfis complementares, de modo que skills diversos sejam aportados no negócio, possivelmente cobrindo todas as necessidades iniciais de um negócio.

Ignorar essas obrigações pode comprometer a governança e a reputação do negócio, bem como gerar riscos jurídicos relevantes, especialmente em momentos críticos, como em novas rodadas de investimento, auditorias ou processos de due diligence.

A organização jurídica e administrativa da startup é tão estratégica quanto a construção do produto ou a aquisição de clientes. Cumprir essas responsabilidades com rigor é sinal de maturidade empresarial e contribui para criar uma base sólida e confiável, capaz de apoiar o crescimento e atrair capital de forma sustentável.



Eventos de liquidez

Em muitos casos o end game de uma startup acaba sendo sua venda para um player maior, fusão com alguma outra empresa complementar ou IPO, viabilizando sua entrada no mercado de capitais. Por vezes esse é o momento que marca a saída de investidores (ou a oportunidade de saída destes), e inaugura um novo patamar de institucionalização, trazendo mudanças profundas na estrutura e nas exigências legais, contábeis e estratégicas da companhia.

No contexto destes eventos de liquidez, o papel do founder geralmente é ressignificado. Ele deixa de representar apenas os interesses dos sócios e investidores e passa, no caso de M&As, a atuar de acordo com o propósito da operação – por vezes devendo trabalhar ativamente na integração do seu negócio com os demais negócios do grupo adquirente; ou, no caso de IPOs, passando a estar sujeito a um novo arcabouço de normas, regulação e grau de exposição.

A depender do tipo de operação realizado, as decisões do founder passam a ganhar um grau elevado de escrutínio, e a governança se torna ainda mais rígida, com padrões mais estritos e elevados. Algumas expectativas específicas surgem nesse cenário:



Adequação regulatória: o founder deve estar alinhado às exigências do grupo adquirente (que por vezes pode ser uma empresa ou grupo estrangeiro); ou da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da bolsa de valores em que a empresa será listada;



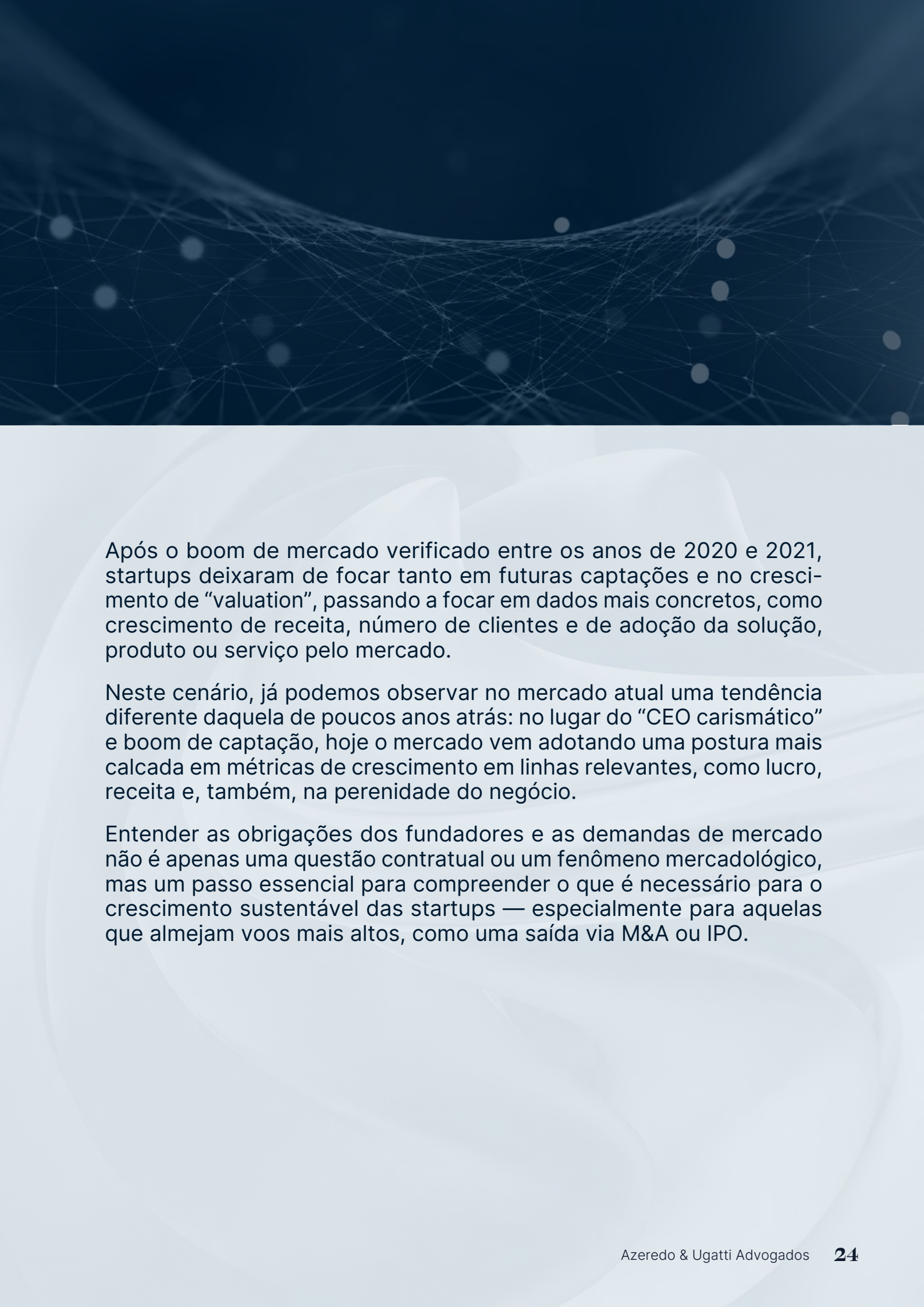
Gestão de imagem e reputação: qualquer manifestação pública, especialmente em redes sociais ou eventos, pode impactar a empresa. Nos casos de M&As, não é incomum que os founders passem a estar sujeitos a cláusulas que os impeçam de falar em nome do grupo adquirente; e nos casos de IPO, as informações divulgadas devem atender às normas da CVM, como, por exemplo, a Resolução CVM 44. O founder deve, portanto, adotar uma postura institucional e estratégica;



Participação em roadshows e relacionamento com o mercado: a figura do founder ganha protagonismo na apresentação da empresa a investidores institucionais, bancos e fundos, tanto no Brasil quanto internacionalmente. Suas falas, entrevistas e materiais divulgados (inclusive em redes sociais) podem ser fatores essenciais para análise do grupo adquirente ou da própria startup.

Em muitos casos, é a partir deste estágio que o founder pode acabar optando por deixar cargo C-level, seja por decisão estratégica da empresa, seja por uma demanda de mercado. Não é incomum que com o aumento da lupa e escrutínio regulatório sobre a startup, novos profissionais sejam contratados para ocupar cargos na diretoria, e que os founders passem a ter uma participação mais estratégica, por vezes migrando para o conselho de administração.

O amadurecimento do mercado de Venture Capital no Brasil vem exigindo das startups (e, conseqüentemente, dos seus founders) uma postura cada vez mais profissional. Investidores esperam que eles estejam comprometidos, saibam equilibrar dedicação com governança e conduzam a empresa com responsabilidade jurídica e estratégica.



Após o boom de mercado verificado entre os anos de 2020 e 2021, startups deixaram de focar tanto em futuras captações e no crescimento de “valuation”, passando a focar em dados mais concretos, como crescimento de receita, número de clientes e de adoção da solução, produto ou serviço pelo mercado.

Neste cenário, já podemos observar no mercado atual uma tendência diferente daquela de poucos anos atrás: no lugar do “CEO carismático” e boom de captação, hoje o mercado vem adotando uma postura mais calcada em métricas de crescimento em linhas relevantes, como lucro, receita e, também, na perenidade do negócio.

Entender as obrigações dos fundadores e as demandas de mercado não é apenas uma questão contratual ou um fenômeno mercadológico, mas um passo essencial para compreender o que é necessário para o crescimento sustentável das startups — especialmente para aquelas que almejam voos mais altos, como uma saída via M&A ou IPO.



Flip societário e estruturas para captação estrangeira de recursos

À medida que as startups brasileiras amadurecem e se aproximam de rodadas mais robustas de investimento, a avaliação de novas estruturas jurídicas tornam-se parte fundamental do crescimento.

Dentre certas trilhas de crescimento naturais à indústria de venture capital, os flips societários vêm se tornando cada vez mais corriqueiros, especialmente quando empreendedores têm interesse em se conectar com mercados internacionais, atrair investidores estrangeiros e se preparar para eventos como exits e ofertas públicas de ações (IPOs).

Neste quinto artigo da série “Venture Capital”, buscamos aprofundar os principais aspectos dessa forma de reorganização societária, abordando estrutura, motivações, riscos e as transformações recentes que vêm impactando sua aplicação prática.

O que é flip societário e mudanças em práticas recentes

De forma simplificada, o flip societário é uma operação de reorganização societária em que a estrutura de controle de uma empresa nacional é invertida (ou realocada) para uma jurisdição estrangeira — geralmente os Estados Unidos.

Essa reorganização visa posicionar a holding controladora da startup fora do Brasil, em uma estrutura que potencialmente oferece mais previsibilidade jurídica e segurança regulatória, do ponto de vista de potenciais investidores internacionais.

Tradicionalmente, essa estrutura costumava ser composta por três níveis:

- 01 Empresa operacional no Brasil (onde efetivamente os negócios e faturamento da startup acontecem);
- 02 Empresa controladora nos EUA, comumente incorporada em Delaware;
- 03 Holding em jurisdição com tributação favorecida (como Ilhas Cayman ou Ilhas Virgens Britânicas – BVI), usada para otimizar a tributação em um eventual exit.

Esse modelo buscava, entre outros objetivos, minimizar a carga tributária sobre os ganhos de capital em uma venda futura da empresa, ao mesmo tempo que mantendo a estrutura de controle exposta a uma legislação tida como mais segura ou pro-business.

Com as mudanças na legislação brasileira promovidas no final de 2023, especialmente com o novo tratamento dado às offshores e à necessidade de declaração de bens e lucros no exterior à Receita Federal, estruturas com passagens por jurisdições com tributação favorecida ou reduzida deixaram de ser vantajosas e passaram a demandar um cuidado redobrado.

Mais recentemente, alguns fundos e investidores institucionais estrangeiros inclusive vêm se abstendo de realizar negócios com empresas sediadas nestes países, seja por questões de imagem, legais ou regulatórias.

Diante disto, ainda que o modelo de 3 camadas (“Delaware sandwich”) ainda seja bastante comum, o modelo de 2 camadas vem sendo bastante utilizado (“Delaware tostada”): A empresa operacional no Brasil; e uma empresa holding nos EUA — que tipicamente era incorporada em Delaware, mas, mais recentemente, tem sido incorporada em estados como Wyoming e Texas.

Por que fazer um flip societário?

Flips societários não são obrigatórios, mas podem acabar sendo uma exigência de investidores estrangeiros interessados em aportar recursos na empresa. O Y Combinator – famosa aceleradora americana – é um exemplo de player que somente investe recursos via SAFE, em entidades baseadas nos Estados Unidos.

Diante disto, alguns motivos (dentre outros) podem justificar que seja feito o flip societário:

-  Facilitar ou viabilizar a entrada de capital estrangeiro;
-  Aumentar a exposição da empresa a investidores institucionais internacionais;
-  Preparar a estrutura da empresa para um exit ou IPO em mercados mais consolidados;

Ainda que o flip societário não seja obrigatório, pode ser um movimento estratégico que responde às expectativas e exigências do mercado internacional de investimentos.

Quando realizar o flip societário?

Embora o flip possa ser extremamente vantajoso, o timing é crítico, pois realizar essa reestruturação antes de haver uma rodada iminente ou uma estratégia clara de internacionalização pode significar assumir custos – set up fees e custos de manutenção – de forma prematura.

Além disso, estruturas complexas e que perpassem por jurisdições com tributação favorecida ou “paraísos fiscais” podem ser vistas de forma negativa por fundos institucionais, que priorizam veículos de investimento com governança mais robusta e que estejam em compliance com práticas internacionais. Diante desta realidade, antes de implementar uma estrutura internacional, é relevante que startups avaliem seu estágio de maturação, a iminência (ou não) de realização de uma rodada de captação, e o perfil de possíveis investidores que pretende acessar.

A estrutura deve ser feita de forma equilibrada, ponderando custos, riscos operacionais, tributários e jurídicos, com possíveis vantagens em captar fora do Brasil e, possivelmente, em uma moeda “forte”, como Dólar ou Euro. A decisão de realizar o flip societário, portanto, faz parte também de uma estratégia de posicionamento no ecossistema internacional de Venture Capital.

Executado no momento certo, com a estrutura adequada e sob orientação jurídica qualificada, pode destravar acessos relevantes a capital, abrir portas para o mercado estrangeiro e consolidar a empresa em um novo patamar de crescimento.



Direitos políticos e econômicos de investidores em startups:

contrapartidas do investimento de risco

O ecossistema brasileiro de startups vem passando por diversas modificações – e aprimoramentos – ao longo das últimas décadas. Desde o boom visto nos anos de 2020 e 2021 houve uma transformação na forma como investimentos de risco passaram a ser realizados, e isso se traduziu tanto em contratos mais simples e “business friendly” quanto, em outros casos, instrumentos mais rígidos, exigindo certas proteções que outrora não eram parte destes negócios.

Para investidores que aportam capital em startups, especialmente em rodadas early stage, a mitigação desses riscos vem sendo um aspecto fundamental de negociações, e isto pode se dar através de diferentes termos e condições. Por exemplo, certas proteções ou direitos políticos e econômicos mínimos podem ser concedidos a investidores, como o direito a voto afirmativo ou preferência na liquidação da empresa.



É importante ressaltar que o termo “proteção” neste caso se refere mais à preservação de direitos econômicos e políticos do que à proteção quanto à responsabilidade civil (ou liabilities, de modo geral).

Neste sexto artigo da série Venture Capital, focamos nas cláusulas de direito político e econômico tipicamente requeridas por investidores (especialmente fundos institucionais) quando do investimento em startups.

Direitos políticos: veto e voto afirmativo

É comum que investidores estratégicos ou investidores-líderes de rodada condicionem o aporte à concessão de certos direitos políticos, seja através do estabelecimento de matérias que dependeriam de um quórum qualificado para sua aprovação, seja por meio da criação de um rol de matérias que, a depender do caso, possam ser vetadas ou sujeitas a voto afirmativo do investidor.

Em muitos casos, essa proteção tem como propósito garantir que o investidor tenha mecanismos para garantir que os negócios estejam alinhados com interesses e visão de longo prazo, além de introduzir padrões mais elevados de governança corporativa.

Dependendo do grau de maturação da startup e do perfil do investidor, é comum a negociação que esses votos afirmativos ou vetos estejam associados com temas variados como aprovação de operações financeiras acima de certo patamar, mudança de objeto social (ou da linha de negócios em que a empresa atua), liquidação da sociedade, alienação de ativos essenciais às operações da empresa, pedidos de falência ou recuperação judicial.

Também pode haver situações em que o investidor exija votos afirmativos ou vetos mais amplos, por exemplo cobrindo situações como novas rodadas de captação abaixo de certo valuation, ou mesmo a aprovação prévia de operações de M&A envolvendo a sociedade investida.

Proteção econômica: salvaguardando o valor do investimento

No que tange às proteções econômicas, essas podem se dar em diferentes extensões – parte delas mais centrada na proteção do valor investido em si, parte delas centrada na proteção da participação societária/acionária decorrente do aporte realizado. Nesse sentido, algumas cláusulas que podem constar dos documentos são:

01

Proteção Anti-Diluição:

Visa proteger o investidor de ter sua participação diluída em rodadas de captação subsequentes que ocorram em um valuation inferior ao da rodada anterior (os chamados down rounds). Contratos podem estipular condições que impeçam a diluição dos investidores se a próxima rodada de captação não atingir um valor maior ou se não atingir certos marcos previamente combinados

02

Direito de Preferência (ou pro rata):

Em caso de novas rodadas de captação, o investidor tem o direito de aplicar um cheque adicional na empresa para manter sua porcentagem de participação no capital social, evitando assim a diluição.

03

Multas e vencimento antecipado:

É possível que investidores estabeleçam multas ou o vencimento antecipado do mútuo conversível ou acordo de investimento, a serem aplicáveis em certas circunstâncias. Essas circunstâncias podem variar desde um uso inadequado dos recursos captados, descumprimento de certo plano de negócios ou de obrigações constantes do instrumento de investimento (ex: obrigações de não competição, ausência de dedicação exclusiva, dentre outras).

Ponderação na concessão de direitos: equilíbrio estratégico

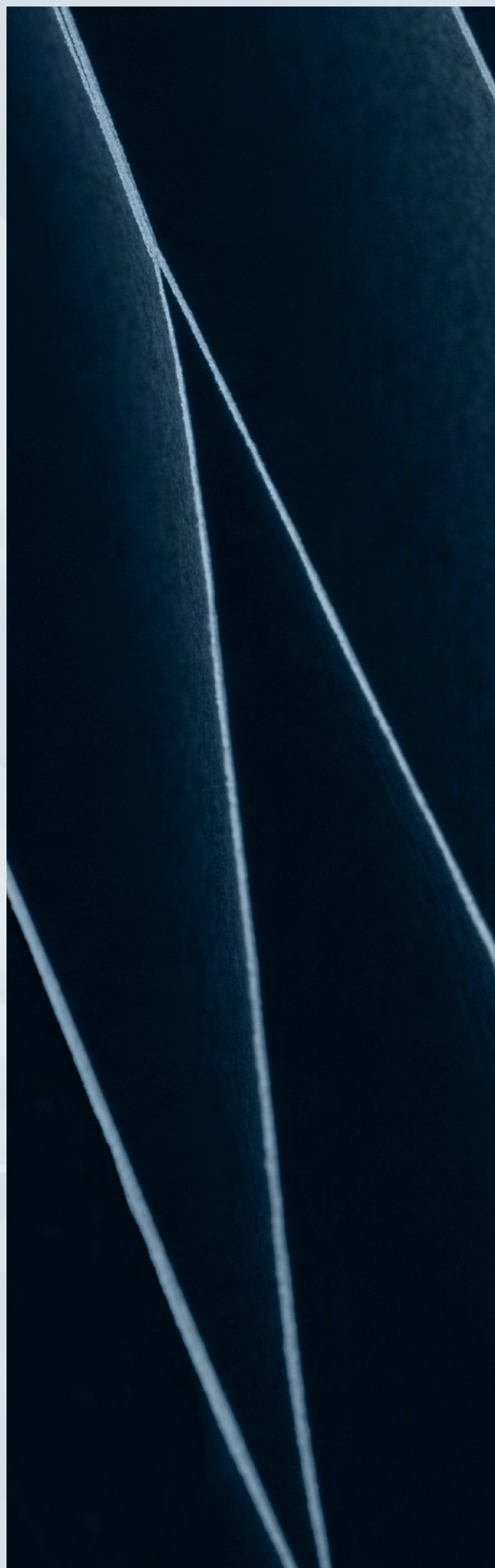
Embora as cláusulas de proteção sejam cruciais para a segurança do investidor, a concessão desses direitos deve ser cuidadosamente ponderada, levando em consideração o estágio de desenvolvimento da startup e o perfil do investidor.

A concessão excessiva de direitos, especialmente em fases iniciais, pode gerar desafios significativos em rodadas futuras, como:

-  **Dificuldade em futuras captações:** muitas condições e acordos do passado podem tornar complexa a negociação com novos investidores que, por sua vez, também buscarão salvaguardas para seus aportes.
-  **Perda de mobilidade e tração:** a necessidade de renegociar constantemente com detentores de direitos de veto ou voto afirmativo pode atrasar decisões e impedir a startup de aproveitar oportunidades ou inovar rapidamente.
-  **Conflitos com direitos de outros investidores:** direitos concedidos em fases iniciais a investidores com participação relativamente pequena podem se tornar um entrave quando investidores maiores e mais estratégicos chegam com cheques significativamente maiores, por vezes tornando necessário renegociar instrumentos e/ou promover alterações nos documentos passados, aumentando o tempo e complexidade nas negociações de rodadas de captação.

Nesse sentido, é importante que fundadores e fundos sejam ponderados e estratégicos nos direitos requeridos, evitando responsabilidades (liabilities) desnecessárias, mas também pensando em como o mercado pode avaliar essas condições, dadas as práticas de mercado para a chamada “trilha de venture capital”. Idealmente, a concessão de direitos deve ser uma contrapartida a aportes realizados em momentos importantes, quando há aportes financeiros substanciais e razões econômicas sólidas para fazê-lo. É preferível que rodadas early stage tenham contratos mais simples, focando primariamente em direitos econômicos, sem a necessidade de conceder os direitos políticos em aportes típicos de investimento anjo, especialmente aqueles feitos por pessoas físicas.

Com o constante aprimoramento do mercado local, é possível que outras modalidades e cláusulas visando a proteção de investidores surjam, sejam utilizadas ou mesmo abandonadas. Como em muitos casos, a ponderação entre “risco” e “retorno” de conceder esses direitos deve ser feita de forma técnica e sem paixões – conceder muitos direitos de forma prematura pode trazer dificuldades na negociação de rodadas futuras; por outro lado, é pouco provável que fundos não se interessem por investir em empresas que concedam um arcabouço mínimo de proteção, dada a exposição econômica envolvida e os riscos da própria indústria. O sucesso de uma rodada de investimento, e da própria startup, dependem de um juízo crítico e equilibrado na negociação e concessão desses direitos.





Liquidation preference:

a evolução da proteção de investidores

O mercado brasileiro de venture capital tem vivenciado uma evolução constante nos últimos anos, inclusive do ponto de vista jurídico. Essa evolução (e a cada vez maior globalização do ecossistema de startups) implica o mercado local passar a adotar instrumentos, cláusulas e condições que outrora eram vistos apenas em operações estrangeiras. Dentre outras proteções para investidores, as cláusulas de “liquidation preference” vêm ganhando cada vez mais notoriedade, especialmente em operações early stage.

A liquidation preference consiste essencialmente no direito preferencial que determinados investidores possuem para receber seus recursos investidos com prioridade sobre outros acionistas em eventos de liquidação da empresa. Tais eventos incluem não apenas a dissolução societária propriamente dita, mas também operações de venda da companhia, fusões, incorporações ou qualquer distribuição significativa de ativos aos sócios.

Localmente, portanto, há que se tomar cuidado para que uma preferência na liquidação não seja confundida com preferência em eventos de liquidez: idealmente, as cláusulas devem ser capazes de separar situações negativas (ex: liquidação da empresa, com seu fechamento); de situações positivas (um evento de liquidez como M&A ou IPO da empresa).

Em linhas gerais, este mecanismo tem como propósito garantir certa proteção ou retorno mínimo contra cenários de baixo retorno ou mesmo de perda parcial do capital, garantindo a recuperação prioritária do valor investido antes que qualquer distribuição seja feita aos fundadores ou outros grupos/investidores.

A lógica por trás deste dispositivo é de que em muitos casos o investidor toma riscos consideráveis ao aportar capital em empresas nascentes ou em estágios iniciais de desenvolvimento - em contrapartida a essa “exposição ao risco”, muitos investidores acabam solicitando uma proteção adicional, de forma a garantir um retorno mínimo em situações adversas.

Origens históricas e desenvolvimento nos Estados Unidos

O conceito se originou no Vale do Silício durante as décadas de 1970 e 1980, período que marcou a consolidação da indústria de venture capital americana e o desenvolvimento de suas principais práticas contratuais. Fundos pioneiros como Kleiner Perkins, Sequoia Capital e Mayfield Fund foram fundamentais na criação e refinamento dessas estruturas, que à época buscavam maneiras eficazes de mitigar os riscos inerentes aos investimentos em empresas tecnológicas emergentes.

A evolução dessas práticas coincidiu com o crescimento exponencial da indústria de semicondutores e, posteriormente, de software, setores caracterizados por alta capacidade de inovação, mas também por relevante mortalidade e ciclos de desenvolvimento prolongados.

Nos Estados Unidos, a liquidation preference tornou-se prática padrão e é hoje regulamentada através de ações preferenciais (preferred shares) que conferem direitos diferenciados em relação às ações ordinárias. A sofisticação do mercado americano permitiu o desenvolvimento de múltiplas variações do instrumento, cada uma adequada a diferentes perfis de risco e retorno. A modalidade “non-participating preferred” garante ao investidor o direito de receber o maior valor entre sua preferência de liquidação ou sua participação proporcional nos resultados da liquidação, funcionando como uma opção que permite escolher o cenário mais vantajoso para o investidor,

Nos EUA também é possível verificar a figura da “participating preferred stock”, tipo de valor mobiliário que confere ao investidor tanto o direito à preferência quanto à participação proporcional no valor remanescente após o pagamento das preferências, permitindo, em certos cenários, maximizar retornos em cenários favoráveis.

Estudos da National Venture Capital Association demonstram que mais de 95% dos investimentos de venture capital nos Estados Unidos incluem alguma forma de liquidation preference, evidenciando sua importância sistêmica no ecossistema de inovação americano. Essa característica reflete não apenas um foco na proteção ao investidor, mas também um padrão para o mercado early stage.

Adaptação ao contexto brasileiro

No Brasil, a adoção desse conceito enfrentou inicialmente significativas limitações, dado o desenvolvimento mais tardio da indústria de *venture capital*. Além disto, a legislação societária brasileira, originalmente concebida para tratar de grandes corporações e mercados de capitais mais tradicional, não oferecia a flexibilidade necessária para implementar, o que fez com que certos instrumentos se desenvolvessem ao largo da legislação societária.

A evolução legislativa gradual, especialmente através das alterações promovidas pela Lei 10.303/01 e marcos regulatórios posteriores editados pela Comissão de Valores Mobiliários, permitiu maior flexibilidade na estruturação de direitos diferenciados, assim como o Código Civil de 2002. Paralelamente, a prática de mercado desenvolveu soluções criativas para contornar estas limitações legislativas, permitindo que advogados especializados encontrassem caminhos para implementar estruturas funcionalmente equivalentes às utilizadas em mercados maduros - o que se deu precipuamente através dos instrumentos de mútuo conversível.

Atualmente, é possível observar o uso de cláusulas de *liquidation preference* em diversas modalidades de contratos - seja em mútuos conversíveis, contratos de investimento anjo ou outros estabelecidos na Lei Complementar 182 (Marco Legal das *Startups*), ou mesmo em momentos pós conversão, quando são celebrados acordos de acionistas replicando certos direitos e obrigações que constavam dos instrumentos de investimento.

Aplicações práticas

A aplicação prática da liquidation preference deve considerar cuidadosamente o contexto específico de cada operação e os objetivos tanto da empresa quanto do investidor. Em investimentos de rodadas iniciais (seed e early stage), onde o risco de insucesso é estatisticamente mais elevado, a implementação de preferências de liquidação pode ser essencial para o aporte de fundos institucionais ou grupos-anjo. Em rodadas de captação posteriores (Series A em diante) pode ser mais raro verificar esse direito, na prática.

A presença de múltiplas classes de investidores, comum em empresas que realizam diversas rodadas de captação ao longo de seu desenvolvimento, também justifica o uso de preferências para estabelecer hierarquias claras de direitos e evitar conflitos futuros.

A escolha entre diferentes modalidades de liquidation preference deve refletir cuidadosamente o perfil de risco e retorno esperado da operação. Uma preferência simples (1x non-participating) oferece proteção básica adequada para startups já consolidadas ou com menor grau de risco, funcionando essencialmente como uma garantia de devolução do capital investido. Múltiplos mais elevados (2x ou superior) podem ser requeridos ou aplicáveis em cenários de risco mais elevado ou quando os valuations são considerados particularmente agressivos.

A preferência participante (participating preferred) mostra-se adequada quando se busca simultaneamente proteção contra perdas e participação significativa em cenários de alto retorno. Contudo, deve ser utilizada com parcimônia para não criar desincentivos excessivos para empreendedores e potenciais investidores em rodadas futuras, que podem perceber a estrutura como excessivamente favorável aos investidores anteriores.

Desafios de implementação e considerações regulatórias

A implementação efetiva de liquidation preferences no contexto brasileiro requer análise criteriosa de múltiplos aspectos: eventual concessão de direitos muito benéficos a investidores pode acabar dificultando rodadas futuras, ou mesmo inviabilizando-as.

É também fundamental o alinhamento dessas estruturas com estratégias de saída planejadas, seja através de oferta pública inicial (IPO) ou operações de fusão e aquisição (M&A). Diferentes estratégias de saída podem afetar significativamente a efetividade das preferências estabelecidas, tornando essencial uma visão integrada que considere não apenas a proteção imediata do investimento, mas também sua compatibilidade com os objetivos de longo prazo de todos os stakeholders.

O mercado brasileiro tem demonstrado crescente sofisticação na adoção destes instrumentos, seguindo tendências globais de maior proteção institucional em investimentos de alto risco e contribui significativamente para o amadurecimento do ecossistema nacional de inovação. À medida que o mercado se desenvolve, podemos esperar uma maior padronização dessas práticas e o desenvolvimento de novos instrumentos que atendam às especificidades do contexto brasileiro, mantendo sempre o equilíbrio necessário entre proteção ao investidor e incentivos adequados ao empreendedorismo.

A compreensão adequada da liquidation preference e sua implementação correta representam, portanto, elementos fundamentais para o desenvolvimento sustentável do ecossistema brasileiro de venture capital, contribuindo para a atração de capital institucional e o crescimento de empresas inovadoras no país.



O conceito de exit e eventos de liquidez no Venture Capital

O mercado de venture capital se desenvolveu a partir de uma lógica de trilha, em que empresas por vezes iniciam sua jornada captando pequenos cheques, até cheques maiores e, por fim, os eventos de exit, ou eventos de liquidez. Do lado dos investidores, muitos investem seu capital em empresas nascentes, acompanham seu crescimento e, em algum momento, buscam uma forma de sair do negócio, gerando um retorno sobre o investimento. Naturalmente o tipo de investidor vai ter implicação direta no quanto ele terá ingerência sobre estes eventos de saída.

Esse momento “final” da trilha de venture capital é conhecido como “exit” ou, em português, “saída”, e embora esses termos possam sugerir algo negativo, se referem genericamente a eventos que permitem a um investidor liquidar ou vender sua participação em determinado negócio, seja em um cenário de sucesso, ou não.

Entender os diferentes tipos de saídas é crucial para empreendedores e investidores. O sucesso de um investimento de venture capital não é necessariamente medido apenas pelo crescimento da empresa (seja ele de receita ou de suas operações), mas pela capacidade de um dia ela se tornar lucrativa ou gerar um evento de liquidez que possibilite o retorno do capital investido e o lucro desejado.

Cenários de saída: positivos, neutros e negativos

As saídas no ecossistema de startups podem ser classificadas em diferentes categorias, dependendo do resultado para os investidores e fundadores.

Saídas Negativas (Write-off)

Infelizmente, grande parte das startups não sobrevive: estatisticamente, a mortalidade é alta, e muitas empresas simplesmente não conseguem encontrar seu modelo de negócio ou escala suficiente para continuar operando.

Nesses casos, o desfecho mais comum é o “write-off”, ou “baixa contábil”, que ocorre quando a empresa precisa encerrar suas atividades e liquidar seus ativos. Para os investidores, isso geralmente significa uma perda total ou parcial do capital aportado, cenário que, embora indesejado, é uma realidade inerente aos investimentos de risco.

O write-off não é um “exit” no sentido tradicional de termo, mas representa a forma pela qual o investidor se desvincula de um negócio que não prosperou.

Saídas Neutras (Acquihire)

Uma modalidade que tem sido observada, especialmente no mercado de tecnologia, é o “acquihire” (combinação de acquisition e hire). Nesse cenário, uma empresa maior adquire a startup não por seu produto ou receita, mas sim por seu time de talentos, que por vezes pode ser formado por experts em certa matéria ou assunto.

O objetivo nestas operações é contratar a equipe, que já está entrosada e tem um conhecimento específico, por um preço que por vezes pode ser simbólico. Para o investidor, o resultado financeiro pode não ser o ideal, muitas vezes resultando em um retorno próximo ao zero a zero, ou até mesmo em perdas.

Já para os fundadores e o time, pode ser uma boa oportunidade de emprego, com bônus e remuneração atrativos. O valuation neste tipo de transação costuma ser baixo, focado em cobrir os investimentos feitos pelos investidores early stage e garantir uma remuneração competitiva para o time.

Não é incomum que nestas operações o total pago aos investidores seja o valor histórico investido, o valor histórico + certo juros ou atualização; ou em certos casos o mínimo exigido por cláusulas como liquidation preference ou drag along.

Eventos de liquidez em cenários de sucesso

Quando a startup atinge a maturidade e o sucesso esperados, as saídas podem gerar retornos significativos, desencadeando os principais eventos de liquidez positivos: operações de fusões e aquisições (M&A) e as ofertas públicas iniciais (IPO).

01

M&A (Fusões e Aquisições):

É a forma mais comum de saída bem-sucedida para startups em estágio avançado, e pode se dar de duas formas principais:

- **Venda de controle:** Uma empresa maior ou um fundo de investimento adquire uma participação majoritária (geralmente acima de 50%) da startup, assumindo o controle do negócio, e por vezes adquirindo a participação de investidores minoritários. As vendas desta natureza variam bastante – em certos casos os fundadores e investidores podem vender a integralidade de suas participações de uma vez, ou, a depender do tipo de negociação ou da operação, manter uma parcela residual para um futuro earn-out (pagamento adicional atrelado a metas de desempenho), exercício de alguma opção negociada pelo adquirente ou ou uma saída em uma nova operação, por vezes negociada a um valuation ainda mais alto.
- **Venda total (Full Exit):** Um único investidor ou grupo adquire 100% da empresa, adquirindo completamente a participação de todos os sócios e fundadores. Apesar de menos comum, este tipo de operação pode ocorrer, especialmente no caso de empresas early stage que desenvolveram soluções ou tecnologias que podem ser facilmente replicadas e tenham alto valor agregado. Nestes casos o earn out pode ser limitado, pelo que a aquisição justifica um pagamento de todo o valor da empresa no closing, dando saída total a todos os sócios, fundadores e beneficiários de stock option.

Esses eventos podem permitir que fundadores e investidores realizem o lucro de seus investimentos, potencialmente gerando retornos muitas vezes superiores ao total investido em rodadas early stage.

IPO (Oferta Pública Inicial)

Apesar de raro no Brasil, este o “end game” sonhado por muitas startups. O IPO é o processo pelo qual a empresa se torna uma companhia de capital aberto, listando suas ações em uma bolsa de valores. Para os investidores, essa é a forma de liquidez mais acessível, já que permite a venda de suas ações em um mercado público, sem necessidade de saída da companhia em um só evento com diversos outros investidores.

Neste caso, após a listagem o investidor pode escolher o momento mais adequado para alienar suas ações, ponderando fatores como performance da companhia, momento do mercado, e diversos outros fatores que impactam preços de ações de companhia listada no mercado de capitais.

No Brasil, no entanto, o IPO de startups é um evento raro - fatores como a alta volatilidade do mercado e as condições macroeconômicas (especialmente a taxa de juros elevada) tornam a abertura de capital uma opção viável apenas para poucas empresas de grande porte e com resultados já muito consolidados, o que é comprovado pela total ausência de IPOs no mercado local nos últimos 4 anos.

Relevância do tema

A compreensão dos diferentes tipos de saída é fundamental para todos os envolvidos no ecossistema de venture capital. Para os investidores, a clareza sobre as vias de liquidez orienta a estratégia de alocação de capital e a negociação de cláusulas contratuais.

Não é incomum que durante sessões de pitch investidores perguntem aos fundadores sobre possíveis caminhos para um exit, que pode se dar por diferentes caminhos: aquisição por um player maior do mesmo setor, consolidação com outras empresas (possivelmente concorrentes), trocas de ações ou outras variações além dos eventos citados acima.

Para os empreendedores, ter um entendimento claro dos possíveis cenários de saída é vital para alinhar expectativas com os investidores e tomar decisões estratégicas ao longo da jornada da startup, além de ser a possibilidade de concretizar sonhos: eventos de liquidez por vezes são evidências materiais de que a estratégia escolhida teve sucesso.

O mercado brasileiro, em constante amadurecimento, tem visto um aumento nas operações de M&A envolvendo startups de tecnologia, indicando uma evolução positiva no nosso ecossistema. Embora o IPO ainda seja uma realidade distante para a maioria das startups nacionais, fato é que diversas medidas têm sido adotadas por reguladores locais com o intuito de aprimorar nosso mercado de acesso.

Por exemplo, em julho de 2025 a CVM editou a Resolução CVM nº 232, que trata das regras aplicáveis ao regime de Facilitação ao Acesso a Capital e Incentivos a Listagens – FÁCIL no âmbito do mercado de capitais. A iniciativa, que entra em vigor a partir de 2026, pode ser importante ferramenta para destravar o mercado de ofertas de ações para companhias com faturamento de até R\$500 milhões, e propõe diversas flexibilizações de regras e normas aplicáveis a companhias abertas. Trata-se, portanto, de uma iniciativa com o propósito claro de fomentar mais ofertas de ações – e possivelmente, mais exits envolvendo startups e scale ups que se enquadrem nas regras deste novo regime.

Azeredo & Ugatti Advogados

Escritório boutique de Direito Empresarial

Nos dedicamos com afinco às demandas dos nossos clientes, trabalhando de forma próxima e criativa em temas de complexidade e tamanhos diversos

Combinamos visão estratégica, domínio técnico e capacidade de execução para transformar complexidade jurídica em decisões práticas e eficientes.

Somos apaixonados por desafios e por gerar valor real aos nossos clientes.

Conheça nossa atuação



+55 21 3502 9000

societario@azeredoeugatti.com.br

Rua Visconde de Pirajá, 595 – Ipanema
Rio de Janeiro – RJ – Brasil – 22.410-003

