



# **Guia de Investimento Anjo & Documentos Legais**

Ao aceitar ler este material, você concorda que este guia e modelos de documentos no mesmo referenciados e disponibilizados são documentos de referência para incremento no conhecimento de investidores, empreendedores e demais agentes do ecossistema de capital empreendedor.

Estes não devem ser usados diretamente em quaisquer operações de investimento. A assessoria e aconselhamento de profissionais e advogados especializados é fundamental e fortemente recomendada para que o processo de investimento ocorra da forma adequada e equilibrada entre investidores e empreendedores.

Guia de Investimento Anjo & Documentos Legais



# PRO BONO

## É UMA PALAVRA LATINA QUE SIGNIFICA PARA O BEM.

### Agradecimentos

Este trabalho foi desenvolvido por empresas e pessoas do bem e para o bem do ecossistema de capital empreendedor de maneira totalmente voluntária.

Anjos do Brasil agradece profundamente o comprometimento e dedicação de Carolina Strobel, diretora executiva da Intel Capital, que coordenou os trabalhos deste guia e documentos correlatos.

Agradecemos também o trabalho profissional, competente e dedicado das equipes dos escritórios Baptista Luz, Derraik & Menezes e Neo Law, e do professor Alexandre Pacheco da Silva da FGV – Direito.

Sem as estudantes de direito Camila Duarte e Renata Passos este projeto seria apenas uma ideia, e, sabemos todos, que ideias sem realização não valem nada.

Esperamos que empreendedores, investidores e todo o ecossistema de empreendedorismo de inovação e capital empreendedor sejam beneficiados da contribuição de tantas pessoas incríveis.

Muito obrigado

Cassio Spina – Presidente

Maria Rita Spina Bueno - Diretora Executiva



## APOIO INSTITUCIONAL



Xcala é una plataforma para catalisar o investimento em etapas iniciais que tem por objetivo incrementar o acceso a financiamento dos empreendimentos de alto potencial através de redes de Investidores Anjo na América Latina e no Caribe.

Xcala nasce de una alianza entre o Instituto de Estudios Empresariales de Montevideo (IEEM) junto al Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) miembro del Grupo BID.

# 01

## Sobre o Investimento Anjo

- ▶ 8 A. INTRODUÇÃO
- ▶ 9 B. QUAL O PAPEL DO INVESTIDOR DENTRO DA EMPRESA?
  - i. Membro da Diretoria/Administrador
- ▶ 9 C. O QUE ESPERAR DE RETORNO NESTE TIPO DE INVESTIMENTO?

# 02

## Sobre a empresa-alvo

- ▶ 12 A. O QUE O INVESTIDOR BUSCA?
- ▶ 15 B. VALUATION (AVALIAÇÃO DE EMPRESA)
- ▶ 17 C. APRESENTANDO O NEGÓCIO – O QUE FAZER NA HORA DO PITCH?

# 03

## Antes do investimento: quais cuidados o investidor anjo deve tomar?

- ▶ 19 A. GOVERNANÇA CORPORATIVA
- ▶ 19 B. AVALIAÇÃO DA SITUAÇÃO DA EMPRESA (DUE DILIGENCE)
  - ▶ 20 i. Financeira
  - ▶ 20 ii. Tributária
  - ▶ 20 iii. Societária
  - ▶ 21 iv. Propriedade Intelectual
  - ▶ 22 v. Trabalhista
- ▶ 22 C. QUAIS DOCUMENTOS DEVEM SER SOLICITADOS ÀS EMPRESAS?

# 04

## Qual o tipo de investimento a ser feito?

- ▶ 24 Qual o tipo de investimento a ser feito?

# 05

## Quais documentos são necessários para se realizar um investimento?

- ▶ 26 A. ACORDO DE CONFIDENCIALIDADE
- ▶ 26 B. TERM SHEET
- ▶ 26 C. CONTRATO SOCIAL
- ▶ 26 D. CONTRATO ENTRE OS SÓCIOS EMPREENDEDORES
- ▶ 27 F. ACORDO DE COTISTAS OU ACIONISTAS
  - ▶ 27 i. Termos mais comumente utilizados durante as negociações
    - ▶ 29 1) Deliberações Sociais
    - ▶ 29 2) Drag e Tag Along
    - ▶ 30 3) Put option
    - ▶ 30 4) Venda para terceiros
    - ▶ 31 5) Não concorrência
    - ▶ 31 6) Lock up
    - ▶ 31 7) Preferência na liquidação
    - ▶ 32 8) Recuperação Judicial e Falência

# 06

## Outros pontos importantes

- ▶ 34 A. TRIBUTAÇÃO DO INVESTIMENTO
- ▶ 34 B. PÓS INVESTIMENTOS: QUAIS CUIDADOS TOMAR
  - ▶ 35 i. Transparência
- ▶ 35 C. O QUE FAZER PARA UMA NOVA RODADA DE INVESTIMENTOS SOCIETÁRIOS



**1**

**SOBRE O  
INVESTIMENTO ANJO**



# Sobre o Investimento Anjo

Este Guia não pretende idealizar um investimento em específico. O Guia tem o propósito de analisar os termos comumente utilizados no Brasil com finalidade educativa. As informações fornecidas por esse Guia não constituem um aconselhamento em qualquer matéria e não têm essa pretensão. Recomenda-se àqueles que precisem executar os assuntos tratados nesse Guia que contatem um profissional qualificado a atuar nessa área.

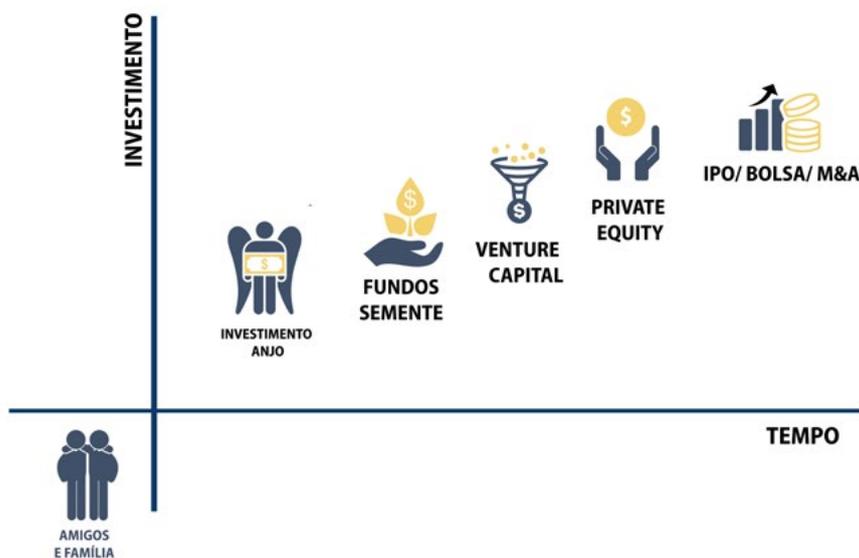
## A. Introdução

Investimento anjo, startups, é aquele, que é feito em geral por pessoas físicas, que dispõem de parte de seu patrimônio para investir em empresas em estágio inicial, que possua, ou não, uma operação, mas com potencial expressivo de crescimento e inovação.

Geralmente são pessoas com experiência que contribuem não só financeiramente, mas também agregam valor ao empreendimento por meio de sua experiência. Investidores anjo adquirem uma participação, em geral, minoritária e, não assumem uma posição executiva na empresa.

Este tipo de investimento gira em torno de R\$ 50 mil a R\$ 500 mil, valor este que pode ser proveniente de apenas um investidor ou mesmo de um grupo de investidores, prática aconselhável quando se busca reduzir os riscos do investimento, bem como agregando ainda mais experiência e valor ao empreendimento.

<sup>1</sup>Startups usualmente participam de uma cadeia de investimento, com rounds (etapas) sucessivas que acompanham o crescimento e o atingimento de objetivos da empresa. Sendo assim, geralmente existe uma ordem comum de investimento, veja no gráfico abaixo:



<sup>1</sup>No momento econômico brasileiro, a última etapa de um investimento, geralmente, é uma venda, ou até mesmo uma fusão, visto que o mercado de capitais não está tão ativo quanto o de outros países.

<sup>2</sup><http://www.anjosdobrasil.net/por-que-ser-investidor-anjo.html>



Na escala de financiamento de startups, o investimento anjo está localizado no início da vida do empreendimento, sendo precedido usualmente por investimento próprio, de família e amigos e de aceleradoras ou outros órgãos de fomento; naturalmente é sucedido por investimentos de fundos de investimento (venture capital e private equity). A realização do investimento de todos estes agentes de capital empreendedor tem por finalidade a venda da empresa (M&A) ou da abertura de capital (IPO - Bolsa).

Os fundos de investimento (fundos semente, venture capital e private equity) são instrumentos geridos por equipes de gestão profissional que, em geral, investem recursos de terceiros, estando sujeitos a uma legislação específica. Tipicamente fundos semente investem na fase inicial dos negócios com foco em estruturar a operação da empresa, fundos de venture capital investem em empresas em fase de crescimento e consolidação. Finalmente, fundos de private equity investem em empresas com possibilidades de consolidar mercados e serem adquiridas, consolidadas, viabilizando uma saída para estes investidos, ou efetuarem a abertura de ações na bolsa de valores.

## **B. Qual o papel do investidor dentro da empresa?**

Apesar de ter, na maioria das vezes, uma participação minoritária na empresa, o investidor pode ter uma função muito importante no investimento anjo, já que não aplica somente o dinheiro, mas também pode ajudar com a sua experiência e sua rede de contatos. Existe ainda a possibilidade do investidor formalizar a sua

participação na sociedade, como, por exemplo, diretor ou conselheiro, o importante é fazer constar esta intenção nos documentos e discutir o papel almejado com os todos os envolvidos. O investidor pode auxiliar o empreendedor em vários assuntos administrativos ou mesmo de negócios em relação à empresa, como, por exemplo, pode requisitar que seja incluído que versem sobre o objeto social, a disciplina financeira da empresa e as contas dos administradores.

### **i. Membro da Diretoria/Administrador**

O Diretor, Administrador, ou mesmo o Conselheiro pode vir a ser responsabilizado pessoalmente por deliberações ou mesmo alguns tipos de passivos da empresa. Procure aconselhamento específico, a respeito deste item com profissional especializado.

### **C. O que esperar de retorno neste tipo de investimento?**

O potencial de retorno é, em média, de 40% a.a., podendo chegar a 10, 20 ou até 50 vezes mais que o capital investido<sup>2</sup>. Todavia, como investimento de risco, não há garantias de que o retorno esperado efetivamente seja alcançado.

Uma das regras de ouro para o investimento em startups é: quanto mais cedo for realizado o investimento na empresa, maior será o potencial retorno sobre este investimento. Contudo, como toda regra, ela se mostra mais complexa na prática do que em sua formulação.



O investimento pode não gerar retorno, por exemplo, ou o retorno esperado sobre o investimento pode sofrer alterações durante o crescimento da empresa pelo ingresso de um investidor profissional, tais como fundos de investimento.

É importante considerar que no caso do investimento anjo há um tempo de maturação do investimento para que ele possa gerar o retorno almejado. Para o investidor anjo, o tempo de investimento e envolvimento pessoal no empreendimento se mostram mais decisivos para o sucesso do empreendimento se comparados a outras modalidades de investimento e por esta razão o retorno esperado pode ser significativamente maior do que dos demais investidores que ingressaram em fases mais avançadas.

No evento de uma nova rodada de investimentos, e com a eventual entrada de investidores profissionais, é importante se ter em mente que a venda das cotas de investidores anjo pode não acontecer imediatamente. A existência de outros investidores e as condições do mercado podem ditar as condições e o tempo para a saída do investidor anjo do empreendimento.

Vale frisar que os termos abordados neste guia tem como foco **o investimento anjo**, portanto é importante que investidor e empreendedor tenham em mente que em uma próxima rodada de investimentos, com o eventual envolvimento de fundos profissionais de *venture capital* e *private equity*, novos termos podem surgir, ou mesmo se transformar, adequando-se às expectativas dos novos investidores.<sup>3</sup>



<sup>3</sup>Fundos de *venture capital* e *private equity* preferem, em regra, investir em Sociedades Anônimas de capital fechado. Entretanto, como este não é o objetivo deste Guia, passaremos a detalhar somente os termos mais relevantes no contexto de um investimento anjo.



2

**SOBRE A EMPRESA ALVO**



# Sobre a Empresa Alvo

## A. O que o investidor busca?

As empresas que buscam o investimento anjo costumam ter uma operação com pouco tempo de existência e enxuta. São projetos em fase inicial, mesmo quando liderados por empreendedores experientes. Assim, elas são avaliadas, principalmente, sob dois aspectos: (i) o aspecto humano; e (ii) o aspecto do negócio.

Em relação ao aspecto humano, neste tipo de investimento (anjo) deve-se buscar um empreendedor confiável, capaz, e com projeções sólidas, o negócio certamente é relevante para o sucesso de qualquer operação, mas a capacidade de realização e ética do empreendedor é fundamental. A avaliação e análise do potencial do empreendimento deve ocorrer, mas neste momento o investimento é feito muito mais no empreendedor do que no empreendimento.

O conhecimento e a experiência do investidor anjo podem ser elementos importantes orientar a sua seleção de empreendedores e de empreendimentos que deseja investir. Em muitos casos, a proximidade com um determinado mercado (e.g. alimentos, esportes, tecnologia da informação, dentre outros) ou boas referências do empreendedor podem servir como fundamentos para a escolha.

Passando para o aspecto do negócio em si, é possível traçar um perfil médio da empresa que recebe este tipo de investimento e observar que, na maioria das vezes, elas são constituídas sob a forma de sociedades limitadas<sup>2</sup>. Em síntese, as sociedades limitadas são aquelas compostas por dois ou mais sócios, cuja responsabilidade é limitada ao valor das cotas que detém cada um. Ou seja, se cada sócio tem uma cota, no valor de um real cada uma, tal sócio só responderia até o limite de R\$1,00 (um real)<sup>3</sup>.

**O conhecimento e a experiência do investidor anjo podem ser elementos importantes orientar a sua seleção de empreendedores e de empreendimentos que deseja investir.**





A escolha de um tipo societário não é uma tarefa simples. Além dela definir as regras do relacionamento entre os sócios da empresa, os poderes de diretores e a forma de deliberação de alguns temas relevantes à empresa, a escolha também traz consequências quanto ao regime de apuração de tributos devidos pela empresa. Um exemplo disso é a possibilidade de ingresso de apenas alguns tipos societários no regime do Simples Nacionais, benefício tributário que apresenta vantagens como a unificação do recolhimento de tributos sobre a mesma

base de cálculo. Sendo assim, reforçamos ser indispensável a consulta a profissionais habilitados no assessoramento (e.g. advogados, consultores e demais profissionais de mercado) para a elaboração do desenho societário do empreendimento.

A título de exemplo, podemos mencionar como diferença importante entre as sociedades limitada e anônima a possibilidade de ingresso no Simples Nacional, enquanto é permitido que sociedades limitadas possam se inscrever no programa, é vedado o enquadramento das sociedades anônimas no mencionado regime.

Encaixam-se no simples nacional as Microempresas (ME) e Empresas de Pequeno Porte:



Importa notar que estes não são modelos societários autônomos, mas sim categorias nas quais as empresas podem vir a encaixar-se. Uma empresa pode ser uma sociedade limitada e ser uma microempresa ou uma empresa de pequeno porte, da mesma forma que uma empresa constituída sob a forma de Sociedade Anônima.

Outras exceções ao regime do Simples Nacional que merecem destaque são: empresas constituídas sob a forma de Sociedade Anônima; empresas que tenham sócio no exterior, empresas cujo capital participe de entidade da Administração Pública e empresas que tenham débitos juntos ao INSS, Fazenda Estadual, Federal ou Municipal.

Isso tudo é levado em consideração pelo investidor anjo ao avaliar um empreendimento, entretanto, cada investimento terá critérios próprios. Por exemplo, o fato da empresa poder encaixar-se no Simples Nacional pode ser um fator decisivo para o investidor A, mas irrelevante para o investidor B, tudo dependerá de uma avaliação caso-a-caso. O mais usual, por se tratar de um investimento inicial, é que estas empresas se constituam na forma de sociedade limitada, por esta ter uma menor complexidade administrativa, financeira, e de custos.



A avaliação, valuation, serve para determinar — o valor do empreendimento. Ocorre que, como já dito, as empresas-alvo deste tipo de investimento ainda estão nos estágios iniciais de desenvolvimento, dificultando uma avaliação mais detalhada a partir de critérios tradicionais de valuation. Os critérios tradicionais de valuation dificilmente se aplicam aqui, já que muitas empresas ainda nem possuem operação, e, quando tem, são significativamente reduzidas.

Vale dizer que os principais métodos de avaliação atuais são:

#### Fluxo de Caixa Descontado

Análise feita a partir da diferença entre o que entrou de dinheiro na empresa naquele trimestre/ano e as despesas fixas. O fluxo de caixa é definido como Lucros Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA ou EBITDA).

Método muito especulativo, não sendo ideal para avaliar um empreendimento que não tem um histórico operacional e financeiro consolidado ainda (muitas das vezes nem há lucro para ser analisado).

#### Múltiplos

A avaliação por múltiplos é feita a partir da identificação de investimentos similares para servirem como parâmetro. O próximo passo é definir o índice (múltiplo), que é obtido a partir de variáveis existentes, como, por exemplo, receitas e EBITDA. Deve-se fazer então a estimativa do valor, com base nos parâmetros escolhidos, fazendo sempre um ajuste subjetivo com base na análise caso a caso.

Por ser feita a partir de comparação, será difícil identificar um parâmetro adequado neste tipo de investimento já que, como dito, a empresa alvo do investimento anjo ainda está em estágio muito inicial.

#### Renda

É a avaliação feita a partir da análise do valor distribuído periodicamente na forma de dividendos aos sócios/acionistas.

É muito incomum que empresas alvo de investimento anjo sejam capazes de distribuir quaisquer dividendos, isso pode se estender inclusive por alguns anos.

#### Patrimônio Líquido

A avaliação é feita a partir de tudo que a empresa tem, ou seja, como o próprio nome sugere, olha-se para o patrimônio da empresa para determinar o seu valor.

Como dito, as empresas alvo de investimento anjo estão em estágio muito inicial, e não é comum que tenham patrimônio, não sendo adequada a avaliação por este método.



## B. Valuation (avaliação de empresa)

Não existe hoje um modelo de avaliação específico para investimentos anjo, apesar das tentativas de redes de investidores anjo, principalmente nos EUA, de elaborar um modelo mais objetivo.

Em geral este tipo de investimento anjo baseia-se, mais do que no negócio em si, na confiança que o investidor deposita no empreendedor. Por isso sugere-se fazer a avaliação com base na expectativa de retorno, naquilo que se espera levantar em outras

rodadas de investimento<sup>4</sup>, e na eventual diluição para se chegar ao percentual de participação desejado. É importante que tanto o empreendedor quanto o investidor considerem qual o percentual ideal segundo a sua expectativa de retorno ambos almejam reter do empreendimento.

A diluição acontece sempre que há emissão de novas cotas da empresa e os atuais cotistas não subscrevem tais cotas na proporção de sua participação no capital social da empresa.

### A avaliação funcionará da seguinte forma:

🔗 Tendo em mente qual a taxa de retorno que se espera do investimento, o investidor deve projetar o valor que pretende receber no momento de saída da empresa, e calcular o percentual de participação que teria neste momento. Entretanto, este percentual pode diferir do que se tem antes de tantas rodadas de investimento, já que também será levado em conta futuras diluições que poderão vir a ocorrer em novas rodadas de investimento.

🔗 Além disso, o investidor deve considerar que, numa nova rodada de investimentos uma avaliação de múltiplos seja testada. Por isso sugere-se que, eventualmente, se faça este tipo de avaliação desde já como forma de gerenciar as expectativas de retorno.

🔗 Neste momento, é calculada a porcentagem que o investidor precisaria ter, no momento do investimento, para que possa alcançar o retorno esperado. A partir daí, o empreendedor e o investidor podem negociar o valor que represente esta porcentagem, e, portanto, o valor da empresa.

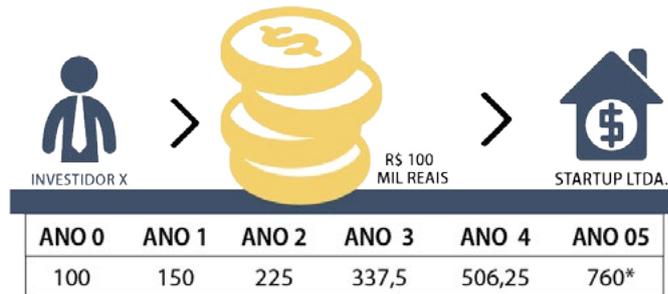
🔗 Desse processo resulta o *pre-money* e *post-money valuation*. Aquele corresponde ao valor da empresa, antes do aporte, enquanto este refere-se ao valor após o investimento.



<sup>4</sup> Quando pode se esperar receber investimento de fundos profissionais, por exemplo, de venture capital. A estimativa deve levar em consideração o que se espera de uma próxima rodada. Ver escala de evolução de investimentos.



Tomemos por exemplo o investidor X, que pretende investir R\$ 100 mil na empresa que chamaremos de “Empresa A Ltda.”



\*Trata-se somente de um exemplo de como o cálculo é feito, explicitando a lógica de pensamento, porém não tem aporte com a realidade, sendo os valores são variáveis para cada empreendedor.

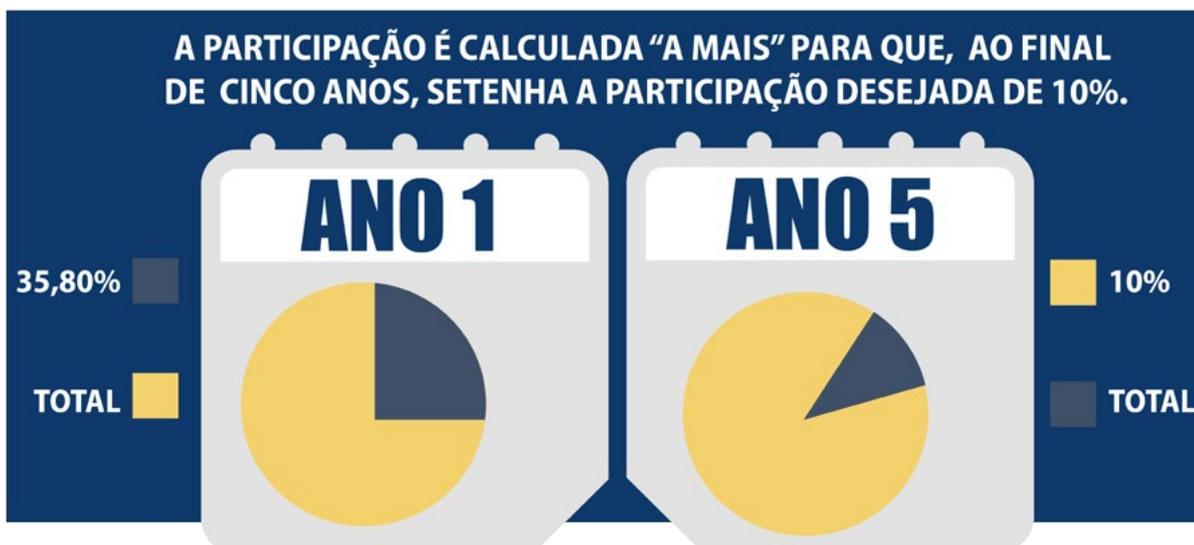
Ao final de 5 anos, o investidor X gostaria de ter 10% de participação na Empresa A Ltda., e obter 50% de retorno sobre o montante que investiu, resultando num total de R\$ 760 mil.

Supondo que a Empresa A Ltda., em cinco anos, tenha um valor de mercado de R\$ 7.6 milhões<sup>5</sup> o valor inicial do investimento deve representar, neste caso, 10% do valor final, mas essa não é ainda a participação desejada.

Para se obter a participação desejada hoje, para que amanhã ele atinja os 10% que pretende, o investidor deve projetar eventuais diluições.

No caso, o investidor X prevê que, no período de 5 anos, ocorrerão mais duas rodadas de investimento, cada uma com diluição de 10%<sup>6</sup>.

Desse modo, para que mantenha os 10% desejados, no final dos cinco anos, o investidor X deve adquirir, no momento do investimento, uma participação de 35,8%, pelos R\$ 100 mil aportados. Importante notar que, apesar das partes poderem negociar o valor exigido pela participação, o retorno esperado pelo investidor deve ser considerado nessa conta.



<sup>5</sup>Este valor pode ser obtido a partir de projeções de receita.

<sup>6</sup> Considerando 10% de diluição em cada round, mas isso dependerá do caso a caso.

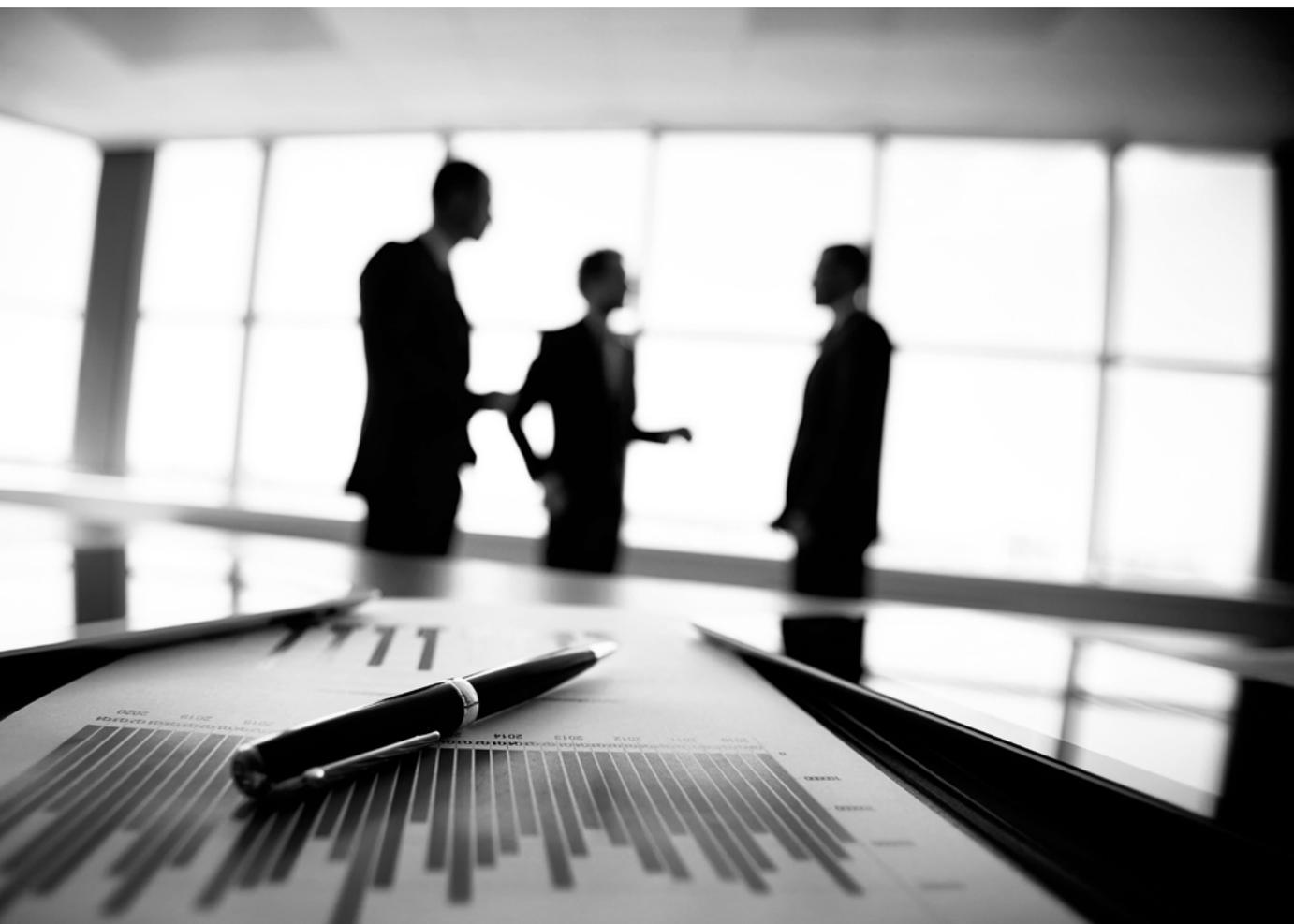


### C. Apresentando o negócio – o que fazer na hora do pitch?

É comum que o empreendedor tenha que apresentar sua empresa, ou mesmo a sua ideia para investidores. Na hora de preparar tal apresentação, o chamado pitch, é importante tomar alguns cuidados.

Em um primeiro momento, até mesmo como forma de proteção, é aconselhável que se faça uma apresentação sem dados confidenciais da empresa, ou seja, que contenha informações relevantes, mas que não contenha os segredos do negócio. A partir de outras interações, e do interesse das partes, uma segunda apresentação

mais detalhada poderá ocorrer. O NDA, que é um acordo de confidencialidade, geralmente é assinado quando as negociações já estão em estágio mais avançado, a depender do interesse das partes. O NDA serve para que as partes estabeleçam qual sigilo deverá ser mantido sobre a troca de informações entre elas, e para proteger o empreendedor, que assegura que aquilo que torna seu negócio único não será divulgado, e o investidor, que fica protegido da divulgação precoce de seu interesse no empreendimento.





3

**ANTES DO INVESTIMENTO: QUAIS  
CUIDADOS O INVESTIDOR ANJO  
DEVE TOMAR?**



# Antes do investimento: quais cuidados o investidor anjo deve tomar?

## A. Governança Corporativa

A governança é um conjunto de políticas, práticas e costumes estabelecidos em uma empresa que regulem seu funcionamento, o modo como será dirigida e administrada. Cria valor na empresa uma boa governança, por isso é um dos aspectos que serão analisados pelos fundos de investimento profissionais no momento de uma nova rodada.

No âmbito de uma startup, o investidor anjo pode contribuir para a construção de uma boa governança corporativa, como com a separação das contas pessoais das da empresa e a composição de um conselho transparente. Com uma estrutura organizada, um terceiro pode se sentir mais seguro, aumentando assim as chances de investimento, além de agregar valor ao negócio



## B. Análise da situação da empresa (due diligence)

A depender do tamanho e estágio de evolução do empreendimento no qual se pretende investir (quanto maior a empresa, em geral mais detalhado deve ser o estudo), é importante realizar uma análise focando, principalmente, nas áreas financeira, tributária, societária e trabalhista

Um investidor interessado em uma empresa busca analisar se o empreendedor está fazendo a sua “lição de casa”, ou seja, ainda que nos primeiros estágios de desenvolvimento, a empresa não tenha dívidas ou problemas com a justiça, assim, formando uma empresa com bases sólidas para que a mesma tenha condições de seguir adequadamente para os seus próximos estágios.



### Dica:

Um modelo simplificado de questionário de due diligence pode ser encontrado em:

<http://www.anjosdobrasil.net/guia>

Este modelo destina-se, principalmente, à avaliação de sociedades limitadas, existentes há no máximo um ano, com faturamento de até R\$100.000, e que tenha menos de cinco funcionários.



Em geral, o investimento anjo é feito em empresas em estágio inicial, com pouco tempo de existência. Por isso a avaliação de uma startup, neste momento, é mais focada no empreendedor do que no empreendimento, ou seja, o foco está no quem e não no que está sendo investido



i. Além disso, podem surgir algumas observações no momento da análise. Estes apontamentos não necessariamente inviabilizarão o investimento, e é importante que sejam feitos para que se tenha uma representação fiel da situação do empreendimento. Caso estas observações impliquem uma eventual responsabilidade financeira da empresa elas podem ser consideradas pelo investidor a fim de reduzir a valuation.

A análise das declarações financeiras e balanços patrimoniais (se existentes), bem como receita e custos da operação, serve para estabelecer a realidade financeira da empresa. O investimento, a menos que haja um acordo neste sentido, não deve ser utilizado para pagar dívidas pré-existentes, e sim para fomentar o crescimento do negócio. O investidor anjo, em geral, inicia um processo de profissionalização na empresa, requisitando o preparo de demonstrações financeiras para visualizar melhor a situação financeira, bem como projeções de áreas de crescimento.

## ii. Tributária

Verificar o passivo tributário (se existente) é extremamente importante. Veja que este tipo de passivo pode restringir a área de atuação da empresa, por exemplo, caso a empresa deseje participar de licitações ou firmar contratos com o governo ela precisa apresentar Certidões Negativas de Débitos. A rotina tributária e as decisões a respeito de alíquotas de impostos são muito significativas e, com o decorrer do tempo, podem se tornar passivos importantes que impedem o crescimento da empresa. Por isso esta questão deve ser analisada com cuidado, preferencialmente com o acompanhamento de profissionais habilitados (e.g. advogados, contadores e consultores).

## iii. Societária

No campo societário há duas preocupações importantes: (i) a realização de todos os registros obrigatórios de atos e contratos e a respectiva guarda de documentos; e (ii) a participação pregressa ou atual do empreendedor em uma sociedade que não a startup foco do investimento. No primeiro universo de preocupações, cabe ressaltar aqui a importância da empresa objeto do investimento manter todos os registros e averbações de seus atos em dia perante a Junta Comercial. A ausência do registro de atos societários ou o registro incorreto de determinados atos pode prejudicar a condução dos negócios da startup e até inibir a realização de investimentos, uma vez que em certos casos o investidor pode exigir a comprovação de ausência de pendências perante a Junta Comercial como pré-requisito de seu investimento

Além disso, o empreendedor deve informar em uma análise como esta se já foi sócio ou se teve participação em alguma sociedade no passado, ou se tem no presente. Em caso positivo, deve-se analisar a pertinência de incluir tais empresas no escopo da due diligence. A razão disso é assegurar-se que o sócio não leva consigo nenhum passivo do outro empreendimento do qual fez ou faz parte. Se tem participação em



outra sociedade no momento, deve-se atentar ao risco de que o patrimônio desta sociedade seja atingido em virtude de eventual ação judicial em face daquela, por questões de sucessão societária.

#### iv. Propriedade Intelectual

Sugere-se verificar se a empresa conta com algum produto patenteável, em caso positivo, deve-se certificar de que existe a patente ou de que já foi dada entrada no processo junto ao INPI. Sugere-se ainda a verificação de que já foi feito o registro da marca, se for o caso.

No Brasil, os softwares têm proteção equiparada aos direitos autorais, e, portanto, a menos que sejam cedidos à empresa, pertencem a quem criou aquele programa. Por isso é importante que o investidor verifique se estes direitos já foram cedidos à empresa, através de um termo de cessão ou qualquer outro contrato desta natureza, também deve ser feita a verificação de marca, e quaisquer outros inerentes ao empreendimento.

#### Dica:

Caso o empreendimento tenha código de software que possa ser protegido sugere-se pedir ao autor um “termo de cessão” da autoria para a empresa, além do contrato de trabalho ou de prestação de serviços devidamente assinado pelo desenvolvedor.





## v. Trabalhista

Por se tratar de negócios nascentes, muitas das vezes não são assinados contratos de trabalho e as empresas por vezes optam por fazer a contratação de profissionais autônomos, comumente conhecidos como “PJs”, por constituírem pessoas jurídicas para tanto.

Isso deve ser motivo de preocupação e deve ser avaliado em uma auditoria pois, aos olhos das Cortes brasileiras, ainda que tais PJ's não tenham assinado contratos de emprego, podem ser consideradas como empregados, eventualmente fazendo jus a verbas análogas recebidas no contrato trabalhista e cobrar verbas como se fossem.

Além disso, os créditos trabalhistas têm uma série de privilégios em relação aos demais credores perante a legislação e podem, inclusive, atingir o patrimônio dos sócios. De maneira geral, a rotina trabalhista, bem como o enquadramento dos empregados de acordo com a legislação trabalhista, são pontos muito sensíveis para investidores e podem criar responsabilidades a serem administradas no futuro, por isso este é um ponto que deve ser analisado e planejado com cautela.

## C. Quais documentos devem ser solicitados às empresas investidas?

Esta é uma resposta complexa que depende do tamanho da empresa investida e do seu estágio de amadurecimento como negócio. Via de regra, os principais documentos solicitados são aqueles que oferecem informações sobre dívidas do empreendedor, sejam elas vencidas ou a vencer. A título de exemplo, cabe mencionar as certidões negativas das justiças estadual, federal e trabalhista, certidão dos cartórios de protesto, PROCON (se a empresa for prestadora de serviços), certidão conjunta de débitos junto à Receita Federal e Estadual e certidão negativa de débitos junto ao INSS e FGTS, tudo depende do tamanho e área de atuação da empresa. São documentos simples, muitos deles disponíveis na internet, mas que podem dar uma visão abrangente sobre o estado da empresa.





**4**

**QUAL O TIPO DE  
INVESTIMENTO A SER FEITO?**



## Qual tipo de investimento a ser feito?

O quadro abaixo é um comparativo entre os 3 principais tipos de formas de investimento:

Mútuo conversível	Opção de compra	Contrato de Compra e Venda de Cotas <sup>7</sup>
<b>Conceito</b>		
<p>O investidor realiza um empréstimo (com ou sem garantias) que autoriza a possibilidade (ou mesmo obrigatoriedade) de conversão do mesmo em cotas/ações. Esta conversão pode ocorrer em uma ocasião específica, como, por exemplo, quando houver um novo investimento feito por terceiro (com valor mínimo definido), ou até a chegada de uma data limite.</p> <p>Findo tal prazo, o investidor pode:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>(i) receber o montante do empréstimo de volta (isto é pouco usual, já que não é o foco do investidor anjo); ou</li><li>(ii) converter o empréstimo em cotas/ações da empresa.</li></ul> <p>Este tipo de investimento não dá ao investidor o direito de voto antes de convertida a sua participação, entretanto, o mútuo pode garantir a ele certos direitos que serão exigíveis durante o curso do empréstimo e determinados controles sobre o negócio. Naturalmente, limitando a exposição do investidor a riscos de uma associação formal como sócio, sob pena de vencimento antecipado da dívida.</p>	<p>Aqui o investidor tem o direito de comprar cotas por um preço predeterminado.</p> <p>A Opção de Compra pode iniciar imediatamente, ou ser concretizada após decorrido um certo tempo, o chamado vesting. Trata-se de direito de subscrição (compra) futura, e serve como incentivo aos administradores para que permaneçam na empresa</p>	<p>É a simples aquisição de participação na empresa por meio de Contrato De Compra e Venda de Cotas, cabendo às partes determinar o tipo e demais direitos que acompanharão essa participação.</p>

### Disposições Comuns

Da mesma maneira, pode-se estabelecer, também, planos sucessórios com regras onde, se um dos empreendedores sair da empresa dentro de um determinado período, receberia, ou não, um determinado valor pela sua participação. Sugere-se anexar à nota o modelo de contrato ou estatuto social, que passará a valer no momento de uma conversão, assim, caso esta venha a ocorrer, economiza-se tempo porque seus termos já serão discutidos antes mesmo que ocorra.

Há diversas formas de se fazer um investimento. Diretamente, ou seja, via aquisição de participação societária, hipótese em que o investidor se torna sócio. Ou por meio de um empréstimo conversível ou ainda, por via de opção de compra de participação societária. Com o intuito de facilitar os termos e conceitos a serem discutidos neste guia, vamos limitar o escopo deste documento, considerando padrões

gerais de mercado com relação aos formatos de investimento anjo, mas, não se esqueça: o ideal é analisar cuidadosamente cada situação a fim de definir qual o melhor formato para um determinado investimento, bem como qual o tipo societário adequado. Sendo assim, vamos tratar neste documento de um investimento anjo em uma Sociedade Limitada por via de empréstimo conversível.

<sup>7</sup>Este tipo de contrato não é muito utilizado porque, na maioria dos casos, os investidores preferem ser credores (por meio de um mútuo conversível, por exemplo) do que cotistas da empresa.

<sup>8</sup>Business Plan (ou plano de negócios): é um documento que funciona como um roteiro do que é esperado de crescimento para a empresa. Ele estabelece metas e objetivos a serem alcançados em determinado período de tempo.



**5**

**QUAIS DOCUMENTOS SÃO  
NECESSÁRIOS PARA  
COMEÇAR UM INVESTIMENTO?**



## Quais documentos são necessários para começar um investimento?

A depender do tipo de investimento, diferentes documentos fornecem segurança jurídica. Seguem alguns exemplos de documentos geralmente utilizados nestes tipos de operação, a título meramente ilustrativo, não devendo ser utilizados em uma transação real. Uma vez que cada caso deve ser analisado por profissionais especializados, capazes de um aconselhamento adequado.

Ressaltamos novamente que nenhum destes documentos deve ser usado diretamente em operações de investimento, são modelos de referência para que todos os participantes do investimento tenham mais clareza e conhecimento sobre o tema. A assessoria e aconselhamento de profissionais e advogados especializados é fundamental e fortemente recomendada para que o processo de investimento ocorra da forma adequada e equilibrada entre investidores e empreendedores.

### A. Acordo de Confidencialidade

Este costuma ser o primeiro documento a ser assinado. Este documento protege a divulgação e utilização de informações confidenciais que são compartilhadas entre as partes durante a fase de negociações e investimento, e seu eventual descumprimento pode ensejar penalidades como o pagamento de multa.

### B. Term Sheet

O *Term Sheet* é um documento que resume os principais termos do investimento proposto e, posteriormente, serve de base para a elaboração dos contratos definitivos. Ele determina de forma clara e objetiva todas as regras que devem ser seguidas pelas partes. Por mais simples que seja este documento, ele economiza tempo na

elaboração de documentos finais e esclarece as regras do jogo para as partes. Sugere-se, inclusive, que ele já contenha os termos mais críticos que poderão ser abordados sem um eventual Acordo de Acionistas. Afinal, este documento serve, primordialmente, como facilitador futuras relações entre as partes.

Dica:



Um modelo simplificado de term sheet pode ser encontrado em:  
<http://www.anjosdobrasil.net/guia>

### C. Contrato Social

Este documento rege a relação entre os sócios e a sociedade e pode refletir muitas das determinações dos documentos descritos no item "d" abaixo. Veja que este documento é submetido a um registro específico na junta comercial, obtendo um efeito erga omnes, ou seja, tem publicidade e produz efeitos perante terceiros.

### D. Side Letters

Side Letters servem para estabelecer as regras que devem reger a relação entre algumas das partes ou todas as partes. Ela pode incluir, dentre outras disposições, o vesting, que nada mais é que uma forma de proteção entre os empreendedores e investidos. O vesting seria um período de permanência mínima no negócio para assegurar que nenhum dos sócios se beneficiará do esforço dos demais.



Por exemplo, dois sócios, X e Y, fundam a “Sociedade A” hoje, cada um com 50% de participação. Amanhã o sócio X decide não participar do dia-a-dia da companhia, mas quer manter sua participação. Ora, isso não seria justo com o sócio Y, que realizaria todo o trabalho. Neste caso, havendo o vesting, o sócio X deveria permanecer um período mínimo na empresa antes de fazer isto. Por isso utiliza-se o vesting, para incentivar a permanência dos fundadores na empresa.

Ainda, a side letter pode prever questões sucessórias, regras para a recompra de cotas, regras para a redução de carga horária, dentre outros termos que devem ser analisados caso a caso.

#### E. Acordo de Cotistas ou Acionistas

O Acordo de Cotistas aplica-se para as sociedades limitadas, enquanto o Acordo de Acionistas é assinado no âmbito de uma sociedade anônima. Neste último caso já estamos falando de outro momento na escala de investimento da empresa, geralmente quando já se está lidando com fundos de *venture capital* ou *private equity* é que se assinará um Acordo de Acionistas. No caso deste documento estamos prevendo uma conversão em Sociedade Anônima, por isso falaremos de um Acordo de Acionistas.

O Acordo de Cotistas ou Acionistas (“Acordo”) visa reger a relação dos sócios no âmbito da empresa. Ele conterà todos os termos que regem as relações entre os acionistas como quórum de deliberações, restrições à venda de ações, entre outros. Além disso, o Acordo serve para regular certos aspectos do empreendimento bem como a forma de gestão e governança, opções de compra, direitos de voto, veto, restrições de venda, novos sócios, linhas gerais do negócio, não competição, entre outro.

VI. Termos comuns (podem estar previstos no term sheet, no Contrato Social ou até mesmo num eventual Acordo de Cotistas/Acionistas):



#### Dica:

Um modelo de Acordo de Acionistas pode ser encontrado em:  
<http://www.anjosdobrasil.net/guia>

<sup>9</sup>Apesar do *vesting* poder estar inserido como cláusula em outros documentos da transação, como por exemplo no contrato de opção ou no mútuo conversível, é possível que seja assinado um contrato em separado com este fim.



## 1) Deliberações Sociais

A depender da forma sob a qual a empresa se constitui, haverá diferentes quóruns de aprovação e, dependendo do tipo de participação que o investidor detém, diferentes direitos de voto e de veto

Em geral, os investidores buscam proteger-se em relação a votação das seguintes matérias: Alteração do objeto social, falência, distribuição diferenciada de dividendos, encerramento ou liquidação da empresa e obtenção de dívidas acima de um determinado valor, mudança de controle, novas rodadas de investimento abaixo de um valor.

Já em relação ao direito de veto, tem-se que o investidor pode garantir, via cláusula contratual, que certas matérias dependam do seu voto, ou do voto de uma determinada classe de ações

## 2) Tag e Drag Along

Cláusulas de *tag* e *drag along* são muito comuns em investimentos. Estas cláusulas delineiam regras em relação a transferência de ações de uma determinada empresa.

A cláusula de tag along determina que, se um dos acionistas desejar dispor de suas ações, os demais acionistas terão o direito de “colar” nesta oferta, ou seja, exigir que tal potencial comprador concorde em também comprar uma porcentagem equivalente das ações de cada um dos demais acionistas participem de tal tag, no mesmo preço e sob as mesmas condições.

Em outras palavras, é uma oportunidade que os demais acionistas têm de aderir à uma oferta feita por um potencial comprador, mesmo que parcialmente. O tag along é um direito, ou seja, uma opção de vender ações, caso algum acionista participante de tal tag, de maneira individual, receba uma oferta de compra de ações.

Por exemplo, se um acionista participante recebe uma oferta de compra de 100% de suas ações, todos os demais também teriam o direito de vender 100% das suas ações dentro daquele valor





e condições. Assim, se for feita uma oferta para um dos acionistas que os demais acreditem ser vantajosa, eles poderão juntar-se à venda – e tal venda só ocorre se os demais acionistas que desejarem se juntar à venda também tiverem suas ações adquiridas.

Por sua vez, o drag along indica um poder de “carregar” os demais acionistas em uma oferta de compra de ações, ou seja, se torna uma oportunidade de venda, geralmente, integral da empresa. Uma oportunidade de saída para todos os participantes. Esta cláusula estabelece a obrigação de que todos os /acionistas sejam obrigados a vender suas /ações, em conjunto com aquele que recebeu a oferta. O drag pode estabelecer condições para tal venda, como um determinado valor mínimo ou data.

### 3) Put option

A cláusula de put, ou put option, prevê o direito de, a qualquer tempo, um investidor solicitar a venda das suas cotas a um determinado preço. O put difere do call (ou resgate), neste caso, representa o direito do titular de comprar suas ações. A finalidade deste tipo de cláusula é garantir uma espécie de reembolso para o investidor, no caso de não haver um evento de liquidação de sucesso.

### 4) Venda para terceiros

As partes também podem estabelecer se e quais restrições serão aplicadas no caso de transferência de cotas a terceiros. A restrição mais utilizada é o direito de preferência (também chamado de right of first refusal “ROFR”), que determina que, caso quaisquer dos cotistas deseje alienar suas cotas a um terceiro, os demais cotistas poderão adquirir de maneira pro rata estas cotas ofertadas pelo mesmo preço e condições oferecidas ao comprador potencial, dentro de um determinado prazo.

## 5) Não concorrência

O investimento anjo está intimamente ligado à pessoa do empreendedor, por isso, caso algum dos fundadores ou administradores da empresa saiam da empresa para abrir outra no mesmo ramo, ou mesmo para trabalhar em um competidor, isso pode afetar o valor do empreendimento. Para evitar este tipo de situação, protegendo dessa forma o investimento feito, pode-se estabelecer uma cláusula de não concorrência, definindo um período dentro do qual estes funcionários-chave não poderiam competir com a empresa investida.

## 6) Lock up

A cláusula de lock up pode disciplinar tanto a vedação ao ingresso de terceiros na sociedade quanto a vedação de transferência de cotas entre os próprios acionistas por um determinado período. As partes podem estabelecer, se desejarem, certas sanções ao /acionista infrator, inclusive a alienação compulsória de suas ações aos demais /acionistas a um valor pré-determinado. Pode-se ainda estabelecer um período de permanência mínima do empreendedor, tratado no item (e) acima.

## 7) Preferência na liquidação

Aliquidação é um termo que significa o encerramento da empresa. Nos contratos, entretanto, é comum se utilizar do termo liquidação presumida, que ocorre quando não há um encerramento da empresa formal, mas a ocorrência de algum evento que provoque um “encerramento” entre os sócios. Tais eventos são determinados via acordo de acionistas e até estatuto social, e em geral incluem mudança de controle, fusão, aquisição, venda de ativos, dentre outros. Estes eventos geram os mesmos efeitos da liquidação, apesar da empresa não estar encerrando as suas atividades.



<sup>10</sup> Ver modelos de cláusulas no term sheet referenciado acima.

---

A preferência na liquidação é um dos direitos em geral conferido aos investidores como forma de reconhecimento pelo risco que correm ao realizar o investimento. Esta cláusula define quanto os investidores receberão e em que ordem. A máxima que define esta cláusula é “o último dinheiro que entra é sempre o primeiro que sai”.

### 8) Resolução de disputas

A arbitragem vem ganhando popularidade no Brasil e hoje é comum que os contratos de investimento que contenham uma cláusula arbitral. No entanto, é preciso tomar cuidado com este tipo de previsão já que a cláusula arbitral vincula as partes, ou seja, uma vez que optem por ela não poderão resolver aquele conflito na justiça comum, salvo se renunciarem à arbitragem de comum acordo.

Na hora de optar por um método de resolução de disputas é essencial que se busque o aconselhamento de um advogado, afinal, optar por um ou outro método ocasionará uma série de implicações que devem ser esclarecidas por um profissional.

No caso da arbitragem especificamente, é importante ter em mente que, atualmente, apesar de ser mais rápido, os custos podem ser altos, sendo em geral na casa dos seis dígitos. Assim, empresas em estágio inicial em geral optam pelo juízo comum. Além disso, deve-se atentar ao fato de que a decisão arbitral é irrecorrível.

Este ponto é muito sensível e depende de um aconselhamento específico ao seu caso. Discuta com profissionais experientes antes de tomar uma decisão.





6

**OUTROS PONTOS  
IMPORTANTES**



## Outros pontos importantes

### A. Tributação do investimento

A regra de tributação, em geral, é regida pelo ganho de capital, que, resumidamente, é a diferença positiva entre o valor de compra e o valor de venda de cotas, no Brasil atualmente a alíquota incidirá (para pessoas físicas) da seguinte forma:

[a MP 682 que aumentou as alíquotas de IR para ganho de capital precisa ainda ser convertida em lei, podendo sofrer alterações ou até mesmo caducar] .



Alíquota	Parcela de Ganho de Capital
15%	sobre a parcela dos ganhos que exceder R\$ 5.000.000,00 e não ultrapassar R\$ 10.000.000,00;
17,5%	sobre a parcela dos ganhos que exceder R\$ 5.000.000,00 e não ultrapassar R\$ 10.000.000,00;
20%	sobre a parcela dos ganhos que exceder R\$ 10.000.000,00 e não ultrapassar R\$ 30.000.000,00 ;
22,5%	sobre a parcela dos ganhos que ultrapassar R\$ 30.000.000,00;

Empréstimos estão sujeitos ainda a incidência de IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) e a alíquota varia de acordo com o tempo que transcorreu desde o investimento. E atualmente, quanto mais recente, maior a alíquota, ressaltando que empréstimos de pessoas físicas para pessoas jurídicas não está sujeito a incidência do IOF.

O pro labore, ponto importante na questão tributária que deve ser analisado, é a forma de compensação dos sócios que trabalham na empresa, funciona como uma remuneração.

Já os dividendos são a forma de compensação dos investidores, que podem receber uma parte dos lucros auferidos anualmente. Atualmente sobre o pro labore incide a alíquota de 11% referente ao INSS, já os dividendos não são tributados, de acordo com a legislação brasileira, vale lembrar que, pela lógica do investimento anjo de construir empresas de alto potencial de crescimento, dificilmente as empresas distribuem dividendos em seus primeiros anos de existência, uma vez que os eventuais lucros, em geral, são

reinvestidos para acelerar o crescimento. As regras tributárias brasileiras podem ter diferentes interpretações e são passíveis de alterações, assim, este é um ponto que, definitivamente, exige conhecimento específico para uma tomada de decisões. Procure um especialista.

### B. Pós-investimento: Quais cuidados tomar?

Feito o investimento, são necessários alguns cuidados para garantir o desenvolvimento da empresa. É importante conhecer o empreendedor, afinal ele é o principal responsável pelo sucesso ou fracasso do empreendimento, por isso o investidor deve sempre se fazer presente, acompanhando o crescimento da empresa e a condução dos negócios, certificando-se que o business plan está seguindo no caminho certo e que as questões operacionais (como pagamento de empregados, impostos, aluguel, etc.) estão em dia.

#### i. Transparência

<sup>11</sup> A tabela está de acordo com a legislação vigente em abril de 2016. O investidor deve fazer uma verificação com seu contador sobre a legislação atual para esta e demais informações relativas a tributação constantes neste guia.



Além disso, deve haver uma relação de transparência entre empreendedor e investidor, por isso, sugere-se estabelecer uma rotina de reuniões periódicas para tratar dos assuntos relevantes para o bom desenvolvimento do negócio, além do envio de um breve relatório pelo empreendedor (com no máximo duas páginas), aos investidores, contendo as principais informações referentes àquele período (por exemplo, bimestral). A periodicidade destas reuniões e tamanho dos relatórios deve ser definida entre as partes, tendo em mente que sua realização não deve tomar tanto tempo de modo a interferir na rotina de atividades da empresa.

### C. O que fazer para uma próxima rodada de investimentos societários?

Se ainda não houver sido feita a transformação em Sociedade Anônima, muito provavelmente este será o momento de fazê-la. A estrutura da Sociedade Anônima é preferível e, portanto, mais propensa a receber investimentos de fundos de investidores profissionais de Venture Capital e Private Equity.

A partir daí, vale ressaltar que a governança corporativa deve ser acompanhada de forma mais detalhada. A Sociedade Anônima exige certas formalidades como a convocação de assembleias de acionistas, averbação das atas de assembleia na junta comercial competente, a manutenção de livro de registro de ações, entre outras. O investidor anjo e o empreendedor devem ter em mente que, em geral, todo o passivo existente até a entrada dos novos investidores é de sua responsabilidade.

Para a Sociedade Anônima, as principais cláusulas num Acordo de Acionistas são, além daquelas abordadas no item V.

## Sobre a Anjos do Brasil

A Anjos do Brasil é uma organização sem fins lucrativos de fomento ao investimento anjo e apoio ao empreendedorismo de inovação brasileiro. Atua em três verticais compartilhando conhecimentos, experiências e oportunidades de negócios para investidores anjo e empreendedores e apoiando a formação de redes de relacionamento.

- Desenvolvimento de redes de investidores
- Criação de cultura e difusão de conhecimento
- Políticas Públicas e relações institucionais

Somos guiados pelos princípios de ética, transparência e colaboração com todos os agentes da comunidade empreendedora.

### Apoio

Este guia e documentos anexos conta com o apoio e comprometimento de:





[www.anjosdobrasil.net](http://www.anjosdobrasil.net)