

**ACORDO DE QUOTISTAS: o verdadeiro anjo da guarda na relação entre startupers e investidores-anjo**

**LEONARDO BORGES DA COSTA**  
UNIVERSIDADE DO VALE DO ITAJAÍ (UNIVALI)

**JEFERSON LANA**  
UNIVERSIDADE DO VALE DO ITAJAÍ (UNIVALI)

## ACORDO DE QUOTISTAS: o verdadeiro anjo da guarda na relação entre *startups* e investidores-anjo

### 1. INTRODUÇÃO

As *startups* estão se tornando cada vez mais comuns no âmbito do empreendedorismo nacional. *Startups* são definidas como negócios em estágio inicial, ainda à procura de um modelo de negócios, e por serem replicáveis e escaláveis (BLANK; DORF, 2012). No entanto, o crescimento dessas empresas embrionárias pode estar condicionado ao investimento externo, pelo fato de *startups* atuarem em um ambiente altamente incerto (AUDRETSCH; HEGER; VEITH, 2014).

No Brasil, por meio de investimento público a partir de 2013, surgiram muitas empresas privadas e investidores-anjo, dispostos a investir em *startups* (BRASIL, 2020). Vale ressaltar que recentemente foi aprovada a chamada Lei do Investidor-anjo, regulamentada pela Lei Complementar 155/2016 (BRASIL, 2016). A regulamentação desta lei, levanta a preocupação do governo federal com esse tipo de investimento, além de trazer uma série de regulações como a possibilidade da companhia seguir como microempresa e a possibilidade do investidor ser pessoa física. Investidores-anjo caracterizam-se por serem pessoas físicas que fornecem capital para uma empresa privada a partir de seus próprios fundos, desde que esta não seja propriedade de um amigo ou familiar do investidor (SHANE, 2012).

Segundo a Lei Complementar 155/2016 (BRASIL, 2016) este tipo de investidor não é obrigado a arcar com dívidas trabalhistas da empresa. Em contrapartida, a lei estabelece um prazo mínimo para a retirada de dividendos e um prazo máximo para o tempo de investimento. Além disso, oferece a possibilidade de o investidor não possuir quotas da empresa, mas, mesmo assim, manter o direito de retiradas a partir do terceiro ano de investimento (BRASIL, 2016). Porém, o acordo entre investidor(es) e fundador(es) não necessariamente deverá ser regido por essa lei, não ficando restrito à obrigação de investidores possuírem ou não quotas de *startups*.

No entanto, diferentemente de incubadoras, os investidores-anjo geralmente trocam o seu aporte de capital por quotas da empresa financiada, conseqüentemente, passam a ser sócios dos fundadores. No Brasil, a organização sem fins lucrativos Anjos do Brasil (2020) aponta que foram investidos em 2019 R\$1,067bi por meio de investidores-anjo, possuindo 8.220 investidores distribuídos pelo país. Em comparação com 2018 o crescimento no número de investidores é de 6%.

Haines Jr., Madill, Riding (2003) estabelecem que, na maioria das vezes, há a necessidade de um acordo de acionistas para que o investimento apresente maior segurança. Assim, o acordo de quotistas entre investidores-anjo e *startups* pode ser uma ótima forma de trazer segurança tanto para investidores quanto para os fundadores de *startups*.

Em uma visão da teoria da agência, originalmente concebida por Jensen e Meckling (1976), se busca mitigar os conflitos entre principal e agente, este trabalho busca soluções para diminuir as assimetrias de informações e interesses existentes entre quotistas. Isto é, o trabalho concentra-se em buscar soluções para a mitigação dos conflitos entre sócios, usando a ótica da teoria da agência.

Dentro deste contexto da relação entre investidor-anjo e *startups* apresentar possivelmente um conflito de agência, a pergunta de pesquisa se descreve como: **Quais são principais pontos abordados no acordo de quotistas, para a mitigação de conflitos entre investidores-anjo e fundadores de *startups*?** Nesse sentido, o objetivo geral é compreender quais os principais pontos que devem ser abordados no acordo de quotistas para a mitigação de conflitos entre investidores-anjo e *startups*.

Quanto ao interesse da academia para o assunto, não foi possível constatar estudos no que tange o acordo de quotistas realizado entre os fundadores de startups e investidores-anjo, porém a adequação do acordo de quotistas para empresas limitadas é amplamente discutido. Por esse motivo, sugere-se, neste estudo, avaliar os critérios usados na formulação dos acordos de quotistas e o impacto que eles têm na relação entre as startups e os investidores-anjo.

## 2 Revisão bibliográfica

### 2.1 Teoria da agência

Jensen e Meckling (1976) abordam o relacionamento de agência como sendo uma ou mais pessoas (principal), que contrata(m) outra (agente), atribuindo a esta a autoridade para tomar decisões em seu nome. Ainda segundo Jensen e Meckling (1976), o relacionamento entre principal e agente nem sempre atenderá aos interesses do contratante, pois ambos os lados dessa relação agem visando benefícios próprios, levando a crer que nem sempre os interesses pessoais estejam alinhados com as partes. A inexistência de um agente que esteja perfeitamente alinhado com os desejos do principal e a incapacidade de um contrato *ex ante* prever todos os possíveis conflitos, abrem espaço para os conflitos de agência (ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Para evitar tais conflitos, uma relação entre agente e principal deve refletir uma organização eficiente e em equilíbrio quanto a informações e riscos (EISENHARDT, 1989). Para atender às demandas do principal, muitas vezes o contrato deve ser genérico e não com pontos específicos que atendam aos interesses, já que os contratos podem se tornar obsoletos devido ao dinamismo do mundo dos negócios (KLEIN, 1983).

A assimetria de informações entre principal e agente, no que tange ao conhecimento das ações, é dificultada ao principal por parte dos administradores (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999). Braga, Horbucz e Cherobim (2015) seguem a mesma linha, ao afirmarem que o principal pode ser prejudicado com a assimetria de informações de duas formas: quando o agente omite informações pertinentes no momento da contratação, e quando o agente toma decisões depois de contratado, levando em consideração seus próprios interesses e não os interesses do principal.

Esse conflito de interesses pode ser diminuído de várias formas, por meio de monitoração constante, restrições contratuais, gestão de relatórios, auditorias e criação de um sistema de premiação que atenda tanto ao principal quanto ao agente (JENSEN; MECKLING, 1976). No entanto, o uso de ferramentas de monitoramento com a tentativa de diminuir as assimetrias de informação e interesse entre principal e agente, sejam internas ou externas, acaba gerando custos para a empresa.

#### 2.1.1 Conflito principal-principal

Os conflitos acerca de assimetria de interesses e informação não se restringem à relação entre principal e agente, mas também existem entre os acionistas de uma organização. Acionistas majoritários muitas vezes possuem um controle sobre a empresa que excede aos seus direitos sobre ela (LA PORTA; LOPES-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). Empresas com concentração de propriedade, tendem a ter maiores problemas no espectro principal-principal. Esse tipo de empresa é mais comum entre organizações que são administradas pelos proprietários. Em casos de alta concentração de propriedade, o acionista controlador pode usar os recursos da empresa em benefício próprio, sem qualquer receio de revolta dos demais acionistas ou aquisição hostil (MORCK; WOLFENZON; YEUNG, 2005).

Os problemas de agência entre acionistas tomam também outra dimensão, referente à qualidade de gestão da empresa, já que as estratégias adotadas não se norteiam pela eficácia

organizacional, mas sim buscam atender a interesses pessoais, isto se torna ainda mais lamentável quando acontece em populações empobrecidas, como as de mercados emergentes (YOUNG et al., 2008).

Os problemas relacionados à propriedade podem ocorrer de diversas maneiras, podendo ser legais, quando se enquadram nos limites do que as instituições do país consideram como lícito, até ações ilegais (LA PORTA et al., 2000). Dentre os diversos problemas, pode-se citar a utilização de esquemas em pirâmide (CLAESSENS et al., 2002); negociações que beneficiem outras empresas pertencentes aos acionistas majoritários (FACCIO; LANG; YOUNG, 2001); a inserção de amigos ou familiares desqualificados para desempenharem função dentro da empresa (FACCIO; LANG; YOUNG, 2001); a adoção de decisões estratégicas que aumentem a riqueza e a segurança dos acionistas controladores (KHANNA; RIVKIN, 2001).

Quadro 1 – Análise dos conflitos de agência

	<b>Conflito Principal-agente</b>	<b>Conflito principal-principal</b>
<b>Fundamentação Teórica</b>	Berle and Means (1932); Jensen and Meckling (1976)	La Porta <i>et al.</i> (2000) Young <i>et al.</i> (2008)
<b>Orientação teórica</b>	Alinhamento dos interesses entre principal e agente	Incongruência de objetivo entre acionistas minoritários e majoritários controladores
<b>Unidade de análise</b>	Agente-Principal	Principal-Principal
<b>Motivação do agente</b>	Extrínseca	Extrínseca e Intrínseca
<b>Comparação Social</b>	Outros executivos	Outros acionistas
<b>Poder</b>	Institucional	Estrutura de propriedade
<b>Mecanismos-chave</b>	Monitoramento e incentivos	Sistema legal

Fonte: Elaborado pelo autor (2020).

A fraqueza nas instituições de países emergentes agrava ainda mais os problemas de assimetria de interesse entre principal-principal (JIANG; PENG, 2011). *Startups* geralmente possuem, falta de garantias e históricos de falta de pagamentos, o que lhes dificulta o financiamento convencional. Por esse motivo, essas empresas muitas vezes são financiadas por investidores privados, fundos familiares e até amigos (COTEI; FARHAT, 2017).

## 2.2 Acordo de Sócios

A partir da promulgação da Lei 6.404/1976, que dispôs sobre os acordos de acionistas, consequentemente regulamentando os acordos de sócios e também o exercício do voto, algumas mudanças foram inseridas (CORVO, 2011). Essa lei, também chamada de Lei das Sociedades Anônimas, tinha, como objetivo principal, evitar os excessos praticados em contratos celebrados entre os sócios (CARVALHOSA, 2014). Além disso, a Lei 10.303, promulgada em 2001, no seu artigo 118 discorre que: “Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede” (BRASIL, 2001).

Portanto, a Lei 10.303/01 promulgou a capacidade dos acionistas de direcionarem o seu pensamento para que pudessem votar em bloco nas assembleias, entendido esse ponto, os objetivos pelos quais os acionistas baseiam seus pactos são dois: o acordo de voto e o acordo de bloqueio (BRASIL, 2001). Vale ressaltar que segundo Kleinert, Lana, & Floriani (2019) o acordo de quotistas é aplicado com aceitação por jurisprudência em empresas limitadas com o mesmo propósito que o acordo de acionistas.

No acordo de voto, as partes exercem o direito de voto em um sentido predeterminado, antes da reunião ou assembleia dos sócios, constituindo um bloco (KUGLER, 2014). Esse tipo de objetivo pode abranger diversas formas de votação dentro da empresa, desde que a direção

dos votos pré-acordados esteja em harmonia com o interesse social da companhia, observados os princípios da boa-fé quanto às cláusulas pactuadas (CARVALHOSA, 2014).

Já os acordos de bloqueio têm por objetivo a venda e compra de quotas no seu sentido amplo, não apenas referentes às quotas de própria posse, mas também à compra e venda, troca, doação, preferência e à subscrição com conferência de bens ao capital, tendo como finalidade, em regra, a manutenção do poder de controle ou sua ampliação. Além disso, o acordo de bloqueio tem a função de restringir a transmissão de quotas (CARVALHOSA, 2014).

No acordo de bloqueio, é possível verificar as cláusulas sobre o direito de preferência (*right of first refusal*) e direito de primeira oferta (*right of first offer*); período de permanência com as quotas (*lock-up*); sobre o direito de venda conjunta (*tag along*); direito de exigir a venda (*drag along*); opção de venda (*put option*) e opção de compra (*call option*). Cada um é especificado no quadro a seguir.

Quadro 2 – Cláusulas de bloqueio

<b>Direito de preferência (<i>right of first refusal</i>)</b>	Quando o cotista recebe uma proposta para a venda das quotas, ele as deve oferecer primeiro, nas mesmas condições, aos demais cotistas. Fiscaliza e impede a entrada de terceiros no capital da empresa (GOMTSIAN, 2015)
<b>Direito de primeira oferta (<i>right to first offer</i>)</b>	Quando a intenção de venda parte do cotista, ele tem a obrigação de primeiro oferece-las aos demais cotistas. Mantém a proporcionalidade na empresa após a saída de quem deseja deixar a empresa (CORVO, 2011)
<b>Período de permanência com as quotas (<i>lock-up</i>)</b>	Acordo para que os acionistas mantenham suas quotas por um tempo mínimo. Sinaliza ao mercado a intenção dos sócios em manterem suas quotas, diminuindo a oferta delas no mercado (FIELD; HANKA, 2001)
<b>Direito de venda conjunta (<i>tag along</i>)</b>	Garantia de que todos os cotistas tenham igualdade de negociação em uma possível venda (Carvalho, 2014). Por exemplo, em uma aquisição, o grupo comprador pode acertar um preço acima do preço de mercado junto ao grupo controlador. Com a ativação do mecanismo, os acionistas minoritários terão o direito de vender suas ações nos mesmos termos.
<b>Direito de exigir venda (<i>drag along</i>)</b>	Caso o acionista majoritário decida pela venda das quotas, os demais terão a obrigatoriedade de também negociar. (VERÇOSA, 2006)
<b>Opção de venda (<i>call option</i>)</b>	Opção de venda por um preço pré-estabelecido. (Carvalho, 2014)
<b>Opção de compra (<i>put option</i>)</b>	Opção de compra por um preço pré-estabelecido. (Carvalho, 2014)

Fonte: O autor (2021)

### 2.3 Startups

O atual contexto tecnológico e de mudanças rápidas tem popularizado o termo *startup*. A definição de *startup* usada com muita frequência em pesquisas remete a Blank e Dorf (2012), que a definem como a empresa que ainda está em nível em que procura um modelo de negócios viável, replicável e escalável. Nesse diapasão, uma *startup* pode ser uma nova empresa ou um braço de uma empresa já existente.

Ries (2011) dá um enfoque mais humano ao conceito de *startup*, projetando-a como uma organização humana capaz de criar novos produtos e serviços, em um ambiente incerto. As *startups* existem não apenas para atender aos clientes, criar produtos ou ganhar dinheiro, mas vão além, pretendendo ser um negócio sustentável, que pode ser validado cientificamente, por meio da tentativa dos empreendedores de testarem os elementos da sua visão.

No entanto, devido ao ambiente altamente incerto, o crescimento da *startup* muitas vezes está condicionado ao investimento externo, que geralmente é realizado pelo setor público ou através de parcerias público-privadas (AUDRETSCH; HEGER; VEITH, 2014). A necessidade de as *startups* se financiarem é o ponto-chave para o seu sucesso. Para isso, elas têm utilizado o financiamento de investidores-anjo. A necessidade de um aporte financeiro parte do pressuposto da necessidade de financiar os projetos que a empresa pretende colocar em prática

e também honrar com os compromissos assumidos, pois, caso seus compromissos não sejam honrados, sua falência será inevitável (TANRISEVER et al., 2012).

## 2.4 Investidor-anjo

O investidor-anjo é uma pessoa que fornece capital sob a forma de dívida ou capital de seus próprios fundos, para uma empresa privada de propriedade e administrada por outra pessoa, que não seja um amigo ou familiar do investidor (SHANE; HEIGHTS, 2012). Essa definição traz alguns pontos importantes acerca dos investidores-anjo. Segundo os autores, todo investidor-anjo é informal, porém, nem todo investidor informal é um anjo, isto é, há dois grupos de investidores informais: os anjos e os amigos e familiares. Para reforçar o caráter informal do investimento-anjo, Mason e Harrison (1997) os definem também como investidores privados, que financiam empresas com potencial de crescimento, sem conexão familiar.

Os investidores-anjo podem contribuir para as empresas não somente sob o aspecto financeiro, mas também ajudando-a na gestão do negócio, sendo atuantes no negócio e ainda não existe um limite de tempo para o investimento (COHEN, 2014). Esse tipo de investidor ainda possui diferentes critérios de seleção para novos investimentos, baseados em relacionamentos e no entendimento das escolhas empresariais (DING; SUN; AU, 2014).

## 3 PROCEDIMENTOS METODÓLOGICOS

Para a elucidação dos dados coletados para responder ao problema de pesquisa, optou-se por aderir ao método qualitativo. A pesquisa qualitativa é uma forma de pesquisa não estruturada, exploratória, que se baseia em amostras capazes de perceber e compreender todo o contexto de um problema (Malhotra, 2010). A análise dos dados parte das peculiaridades do tema pesquisado e a interpretação do pesquisador quanto ao significado desses dados (CRESWELL, 2014).

A escolha desse método se deu com o objetivo de elucidar quais são os pontos, na formulação do contrato de investimento, que os investidores-anjo e fundadores de *startup* consideram fundamentais para o sucesso na relação entre ambos. O estudo ainda busca ilustrar quais cláusulas são imprescindíveis para o vínculo.

Quanto à classificação desta pesquisa, ela se enquadra como exploratória. A pesquisa exploratória de abordagem qualitativa tem como propósito fornecer uma compreensão melhor do problema em foco, mesmo que pouco estudado (MALHOTRA, 2012). A natureza da pesquisa, se enquadrou por usar uma pesquisa de base aplicada, já que o objetivo foi gerar conhecimentos de aplicação empírica, direcionados para problemas específicos, envolvendo interesses e verdades locais (BARROS; EHFELD, 2000). A presente pesquisa também caracteriza-se como qualitativa e empírica, por promover o entendimento dos fenômenos realísticos, vivenciais, históricos ou sociais. Tal interpretação se dá através da interação entre a observação e a formulação do conceito, o desenvolvimento teórico e a pesquisa empírica e entre a explicação e a percepção (FLICK, 2009). Optou-se por este método para que se pudesse entender o comportamento do grupo-alvo analisado, composto por investidores-anjo brasileiros, que aumentam ano após ano, e fundadores de *startups*, que muitas vezes buscam conquistar o investidor-anjo como recurso para alavancar a sua empresa.

### 3.1 Amostragem

Em um primeiro momento, os dados foram levantados em fontes secundárias, por meio de informações públicas retiradas de *websites*, tanto de empresas como de associações de investidores-anjo, dentre outros meios de acessar informações públicas.

Para a pesquisa empírica, selecionou-se cinco investidores-anjo e dois fundadores de *startups* que estão ou já estiveram inseridos em um contrato de investimento. Os dados da pesquisa empírica foram obtidos por meio de entrevistas semiestruturadas realizadas com os fundadores de *startups* selecionados, para se obter informações sobre quais mecanismos no acordo de quotistas eles julgam fundamentais para o sucesso da relação.

Já para os investidores, também por meio de entrevista semiestruturada, procurou-se conhecer os mecanismos considerados por eles como fundamentais para que um aporte seja dado a uma empresa. Além das experiências vividas por eles, também se buscou conhecer os mecanismos primordiais em que estão inseridos para amparar ambas as partes. O perfil de cada um é apresentado no quadro a seguir.

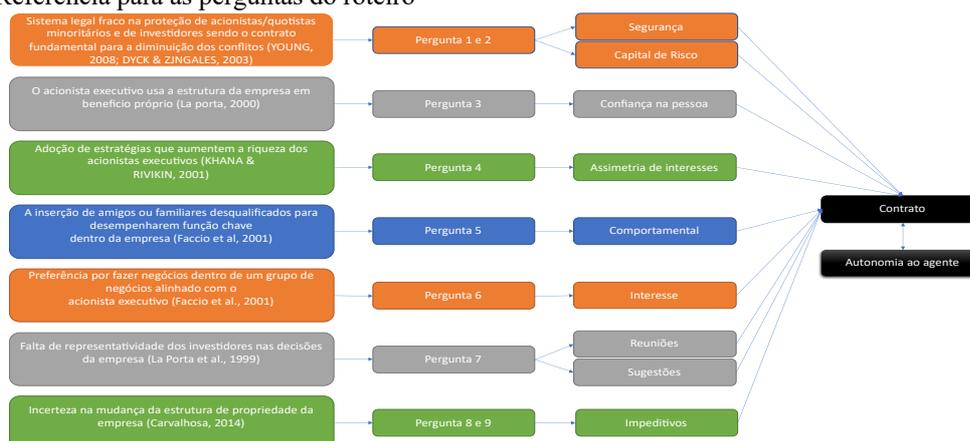
Quadro 3 – Perfil dos entrevistados

Nr.	Entrevistado	Estado	Funções no mercado
1	E1	RS	Investidor anjo, sócio de aceleradora cofundador de startup
2	E2	SC	Investidor anjo e empresário
3	E3	RS	Investidor anjo, empresário e advogado
4	E4	RS	Investidor anjo e empresário
5	E5	RS	Investidor-anjo e médico
6	EF1	RS	Fundador de <i>Startup</i>
7	EF2	SC	Fundador de <i>Startup</i>

Fonte: O autor, com base em dados da pesquisa (2020).

Entrevistas com roteiros semiestruturados são recomendadas para uma técnica exploratória em busca de evidências, assim permitindo que o pesquisador tome conhecimento sobre determinado fenômeno ou objeto de estudo (COOPER; SCHINDLER, 2011). O propósito das entrevistas é descobrir questões implícitas, em que o entrevistado é estimulado a falar sobre o seu pensamento no que tange ao tema do estudo (MALHOTRA, 2012). O roteiro de perguntas seguiu criteriosamente prepostos científicos consolidados como mostra-se na figura a seguir.

Figura 1: Referência para as perguntas do roteiro



Fonte: O autor (2020)

O roteiro de pesquisas semiestruturadas foi aprovado por professores universitários atuantes na área em questão. Após sua validação, foram realizadas as entrevistas em um intervalo entre 08/02/2020 e 02/08/2020. O espaço entre as entrevistas foi dado a partir de disponibilidade de agenda dos entrevistados.

### 3.2 Procedimentos, Técnicas e Sistemas utilizados para Análise de Dados

Os dados desta pesquisa foram analisados qualitativamente, através da análise de conteúdo. Vergara (2005) define a análise de conteúdo como uma forma de tratamento dos dados cuja finalidade é identificar o que está sendo entendido a respeito de um tema específico.

Bardin (2016) cita duas funções dessa metodologia, que podem atuar em conjunto ou não. A primeira é heurística, ou seja, um método livre para o descobrimento de fatos; e a outra com hipóteses para a confirmação ou descarte, estando elas divididas em três etapas: a) pré-análise; b) exploração do material; e c) tratamento dos resultados obtidos e interpretação. As etapas propostas por Bardin (2016) foram respeitadas na elaboração dessa pesquisa, que ainda acrescentou que se a primeira fase for bem concluída, a segunda não passa de uma aplicação sistemática das decisões tomadas.

O material coletado nas entrevistas foi transcrito com a ajuda do *software* Microsoft Word. Após essa tarefa de transcrição de todo o material levantado, inclusive de dados secundários, o conteúdo foi inserido no *software* Atlas.ti. A utilização de *softwares* em apoio à análise de dados de material empírico em pesquisas qualitativas é cada vez maior (BANDEIRA-DE-MELLO, 2006). Através do *software* Atlas.ti, foi possível codificar os trechos previamente escolhidos como importantes para o propósito da pesquisa.

## 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

As respostas ao questionário foram classificadas de acordo com 11 códigos, todos abrangendo um ou mais pontos teóricos, e repassando o que os entrevistados queriam dizer naquele momento (quadro 4).

Quadro 4 – Incidência de códigos na pesquisa

CÓDIGOS	REFERÊNCIAS	FONTES
Assimetria de interesses	11	4
Autonomia ao agente	9	6
Capital de risco	5	3
Comportamental	8	3
Confiança na pessoa	26	7
Contrato	36	7
Impeditivos	19	7
Interesses	6	4
Reuniões	8	7
Segurança	24	7
Sugestões	2	2

Fonte: O autor, com base em dados da pesquisa (2020).

### 4.1 Insegurança Jurídica

Como já discutido em muitos pontos deste trabalho, o Brasil sofre de insegurança jurídica no que tange a participações societárias e de investimento. Tanto dirigismo contratual quanto contestações posteriores, *sub judice*, dos acordos previamente firmados, criam risco moral e insegurança jurídica para as relações interempresariais (RAMOS, 2018). Essa percepção de que os contratos não têm completa validade foi discutida durante as entrevistas. Sobre esse tema, o entrevistado identificado como (E2) discorreu: “o contrato não me dá tanta segurança, porque ele é muito conversível, até o momento que ele vira uma S/A. A gente tem, hoje, o *shareholder agreement*.”

Por terem essa percepção de instabilidade, esses investidores procuram outros mercados para firmarem contratos. Nesse sentido, o mesmo entrevistado também relata que: “[...] então, na verdade eu nem mudo, eu tenho uma minuta contratual padrão, que é feita com o modelo americano, que a gente faz por Delaware, e eu sigo praticamente o que tá lá.”

Outro achado interessante, durante o processo de análise das codificações, foi o fato de que a segurança jurídica não é uma preocupação apenas relacionada à parte societária, mas também com a possibilidade de ter o patrimônio da empresa comprometido por causa do histórico de inadimplência de algum sócio, conforme citou o entrevistado (E4): “Até mesmo porque, de repente, o cara entra e quer participar do contrato social. E aí o novo sócio possui dívidas em outros negócios podendo até a parte dele na nossa empresa e entrar em penhora, nesse caso, como ficamos?”

No que tange à segurança do patrimônio pessoal do investidor, caso a empresa em questão não obtenha os resultados esperados, a Lei Complementar 155/2016 (BRASIL, 2016), chamada de Lei do Investidor-anjo, garante que, se o investimento for realizado sob suas cláusulas, o patrimônio pessoal do investidor ficará blindado. Entre os entrevistados, esse ponto também se mostrou uma preocupação. O entrevistado (E3), que também é sócio de uma aceleradora, citou a seguinte preocupação acerca do assunto: “[...] o pessoal que fundou esse fundo constrói a segurança jurídica em dois níveis. Fazer o fundo ser uma SA, que, em tese, garantiria que o patrimônio dos sócios não seja colocado em risco. Outra forma é estruturar a partir de um contrato mútuo conversível.”

O contrato mútuo conversível é uma forma comum de contrato entre as partes. Ele foi baseado nas *convertible notes* americanas, que são financiamentos de curto prazo que podem ser quitados através da cessão de direitos de sociedade da empresa financiada, em que o valor das quotas foi pré-estabelecido no momento do financiamento (LIM, 2019).

Já para os fundadores de *startups*, há uma visão de confiança no investidor, já que, para eles, uma pessoa que se propõe a investir recursos financeiros não possui motivos para ser desonesta com eles, como relata a entrevistada (EF2): “Na verdade, eu nunca pensei nisso. Olha, eu nunca pensei nisso, porque, assim ó, a gente em meio a uma crise, e a pessoa decidir investir... é um sonho!”

Em muitas vezes o código relacionado ao problema da insegurança jurídica apareceu em co-ocorrência com o código “contrato”, demonstrando que para resolver esse tipo de problema os entrevistados recorrem a confecção de um contrato.

## 4.2 Uso da estrutura em benefício próprio

Durante a coleta de dados, evidenciou-se algumas percepções dos entrevistados acerca da rotina administrativa de uma *startup*. Diferente da visão que eles têm de uma empresa comum, os entrevistados percebem a *startup* como uma empresa inovadora.

A maioria delas atua no setor de serviços e, por este motivo, possui uma estrutura menor. Muitas delas não possuem grandes imóveis nem veículos, ou demais tipos de estruturas que possam ser usados em benefício próprio do executivo administrador. Pela impossibilidade de o sócio administrador exercer comportamento oportunista, já que inexistente estrutura capaz de oferecer regalias, a possibilidade do risco moral descrito por Eisenhardt (1989) cai consideravelmente. Outro ponto a ser analisado sobre essa questão, é o fato de que, dentre todas as demais questões abordadas no questionário, esta foi a que obteve o menor número de palavras dos entrevistados. Muitos responderam, em poucas palavras, que este não era um problema que os assombrava.

Já em outros relatos, o investidor não se importava com o que o gestor fizesse com a estrutura disponível da empresa, já que o contrato era baseado em acordos de *cliff*. As cláusulas de *cliff* são como um período de experiência, em que, se a parte sob efeito da cláusula quiser

sair ou for dispensada, não terá direito outorgado para a compra ou recebimento de quotas. Esse tipo de cláusula usualmente é conferido por um ano de *cliff*, e quatro anos de outro tipo de cláusula, o *vesting* (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018). Segundo os mesmo autores, o *vesting* é o direito futuro do indivíduo em questão, de adquirir quotas da empresa.

Para Kagan, Lovejoy e Leider (2018), colaboradores preferem contratos de *vesting*, já que diminui as desigualdades salariais. Esse tipo de incentivo incrementa a *performance* do indivíduo dentro da organização. Quando o contrato é firmado sem essa cláusula, o comprometimento cai, já que independente do rendimento, as condições de pagamento são iguais. O entrevistado (E2) relatou acerca do assunto: “A gente tem, mas até hoje eu nunca exigi isso (impeditivos) para o administrador usar a estrutura da empresa. Até porque, eu sempre conheci as pessoas que eu trabalhei. Mas a gente chama de contrato de *cliff* com que eu vinculo ele”. Os fundadores de *startups* (EF1) e (EF2) não parecem ter preocupações acerca deste assunto, alegam sistematicamente que a estrutura enxuta da empresa impede este problema.

### 4.3 Adoção de estratégias que beneficiam os sócios administradores

É possível que, ao realizar um aporte, o investidor tenha seus interesses suprimidos por quem faz a gestão da empresa. As estratégias adotadas não se norteiam para a eficácia organizacional, mas buscam atender a interesses pessoais, esse tipo de comportamento se torna ainda mais lamentável quando acontece em populações empobrecidas, como as dos mercados emergentes (YOUNG et al., 2008).

Alguns investidores ligaram esse tipo de problema ao fato de os gestores não serem pessoas confiáveis, preferindo sempre trabalhar com pessoas que inspiram confiança, como o entrevistado (E1) comenta: “Eu não alinho esse tipo de coisa em contrato. Eu acho que esse é um alinhamento que tu tens que ter prévio com as pessoas que tu vais investir. É muito mais uma questão de confiança, é alinhamento prévio ao investimento. Mais prévio até do que ter uma segurança jurídica”. Houve outro relato na mesma linha, que ainda ressalta a dificuldade de as partes estarem alinhadas numa possível venda da empresa, já que os valores requeridos entre as partes podem ser discrepantes.

O modo de crescimento das empresas também veio à tona durante as entrevistas. O crescimento sustentável da empresa é fundamental para um dos entrevistados, que deseja colocar a sua vontade quando houver um investimento na empresa. O respondente (E4) dissertou acerca deste fato: “Olha, eu busco sempre o crescimento sustentável. Claro que, quanto mais rápido, melhor! Mas eu penso sempre muito mais no crescimento mais saudável, é aquela coisa que a empresa, daqui cinco, seis anos, estoure e depois feche”.

Já os fundadores de *startups* têm uma visão acerca do assunto um tanto diferente da visão dos investidores. Para eles, muitas vezes o amor à criação deles pode influenciar as decisões estratégicas no futuro. O entrevistado (EF1) discorre sobre este assunto: “Quem abre uma empresa, tem um carinho especial por ela. Nós queríamos que a empresa chegasse a um ponto alto. É importante que seja significativa aqui onde a gente vive. É importante também um reconhecimento pessoal”. Esse mesmo entrevistado levantou pontos acerca de uma possível venda futura. No ecossistema onde essa empresa está inserida, houve muitos casos de grandes empresas absorverem *startups*. Relativo à negociação de investimento, o respondente fez questão de se posicionar em uma situação como esta:

“[...] por exemplo, quando a gente recebeu um investimento-anjo, nós tivemos uma conversa muito franca sobre onde a gente queria chegar. Hoje, o cenário pode se estabelecer de uma *startup* crescer e ser absorvida por uma empresa grande, como já aconteceu em vários casos. Não é o nosso objetivo, mas, se a proposta for muito boa, não tem como dizer não.”

O código “assimetria de interesses” apenas foi ligado ao código “contrato” nas constatações de co-ocorrência. A ligação desses códigos vai ao encontro do que Kleinert, Lana e Floriani (2019) afirmam, de o acordo de quotistas ser uma ferramenta destinada a evitar conflitos em eventuais problemas entre os sócios, para as partes focarem melhor na gestão.

#### **4.4 Inserção de familiares ou amigos no quadro de colaboradores da empresa**

A necessidade de profissionais com custo baixo e confiáveis é uma demanda frequente em *startups* que estão iniciando suas operações. Muitas vezes, gestores de pequenas *startups* procuram esse tipo de mão de obra para ocupar cargos dentro da empresa, como relata o entrevistado (E4): “[...] isso é um problema e uma solução. Às vezes, se obriga a colocar o amigo, o vizinho, o conhecido, porque ele vai te fazer mais barato. Mas às vezes isso se torna muito mais nocivo para a empresa a longo prazo, do que contratar um profissional qualificado de cada área.” O favoritismo tem como base beneficiar pessoas das relações pessoais do contratante no recrutamento, como amigos, grupo de negócios, ou e não dar preferência ao mérito (PRENDERGAST; TOPEL, 1996).

O entrevistado (E2) também não se preocupa com esse tipo de problema, mas desta vez, o participante levanta pontos interessantes, dentre os quais, ele comenta que, se se isto trouxer prejuízos à empresa, o investidor pode acionar o gatilho da cláusula de *cliff* ou de *vesting*, para retirar os gestores da empresa, além de vincular a remuneração do gestor ao resultado da empresa: “Eu não vejo problema, dando minha opinião, não vejo problema. Sendo que eu tô falando de CEO, CFO, não vejo problema, desde que tenha contrato de *cliff*, porque esses caras nível sênior tem que ter participação nos resultados”.

O fato de ter familiares ou amigos como colaboradores da empresa também não representou um problema para os fundadores das empresas, quando estes foram perguntados. A entrevistada (EF2) usa, até o momento desta pesquisa, a própria estrutura de projetos ligados à faculdade para a sua empresa, com a anuência do investidor. Porém, quando ela se refere à família, sente que essa questão é um pouco complicada, já que, neste caso, as relações são muito mais profundas e problemas de relacionamentos poderiam afetar a empresa e a família: “[...] até, no início, quando eu constituí a empresa, eu falei para o meu irmão: ‘Bah, vou precisar de alguém!!’ Ele até se animou, mas é bem complicado essa relação de familiar na empresa...”

O código sobre comportamento dos envolvidos esteve poucas vezes envolvido com outros no tema da co-ocorrência, alinhando-se com a declaração dos respondentes de que não se preocupam com esse tipo de problema que pode aparecer durante a operação da empresa.

#### **4.5 Preferência por fazer negócios com pessoas do grupo de negócios do gestor**

Os gestores de *startups* podem não exercer apenas uma atividade econômica, podendo beneficiar o seu próprio grupo de negócios ou o de pessoas próximas. Gestores de empresas podem, em alguns casos, dar preferência a grupos de negócios relacionados a ele quando estes o procurarem para fazer negócio em nome da sua própria empresa (FACCIO; LANG; YOUNG, 2001).

O entrevistado (E1) comentou não haver esse tipo de problema nas empresas às quais ele aportou capital, já que, na sua maioria, são empresas de tecnologia que operam de forma muito semelhante a empresas de serviços do que as de comércio e, por este motivo, apresentam baixo fluxo de compras: “Eu nunca tive esse problema, o meu viés é mais empresas de tecnologia, sabe? Então não são empresas pesadas. É muito mais parecido com os serviços do que comércio, não é tão relevante, assim, o que a gente gasta em compras a ponto de colocar em contrato.” Quando houver pouca possibilidade de erro no resultado de alguma operação, os custos para se transferir o risco para o agente também serão baixos (EISENHARDT, 1989). O

entrevistado (E4) cita a possibilidade de terceirizar o setor de compras, assim criando um impedimento para que esse tipo de problema não ocorra.

Gestores não têm problemas com o privilégio de amigos, ao realizarem uma compra para a empresa. Segundo o entrevistado (EF1), muitas vezes eles estão inseridos em incubadoras e dividem o espaço físico com outras empresas. Esse espaço propicia a criação de laços de negócios e *networking*: “Eu não vejo problema a gente beneficiar compra. Comprar com certa empresa acaba criando e enriquecendo uma rede de *networking* muito mais importante do que centavos que a gente for economizar.”

#### **4.6 Falta de representatividade dos investidores nas decisões da empresa**

A representatividade dos investidores nas decisões da empresa é algo visto como preocupante para o entrevistado (E3): “O investidor pode ver só o lado dele. Então, não se faz reunião periódica com ninguém.” Apesar de o conflito entre gestor e acionistas ser recorrente, de acordo com a teoria da agência, gerando assimetria de interesses entre as partes (JENSEN; MECKLING, 1976), a empresa deve ser gerida para atender seus próprios interesses, com uma gama maior de ações e não apenas as que interessam ao agente ou ao principal (AGUILERA et al., 2015). As informações que são repassadas aos acionistas em reuniões fazem alguns entrevistados darem a devida importância para esses encontros, como descreve o entrevistado (E4): “Nós participamos de reuniões a cada três meses. Essas reuniões geralmente servem para dois motivos: estratégias trimestrais de crescimento e *marketing* e prestação de contas. O que conta mesmo é o DRE.”

O entrevistado (E1) não considera importante participar das decisões estratégicas da empresa, neste caso, o investidor participa da gestão no começo das operações e, com o tempo, deixa a gestão a cargo dos demais sócios que também são gestores da empresa. Também em consonância com os outros entrevistados, ele cita o fluxo de informações como fonte de conhecimento sobre o dia a dia da empresa e para opinar nas decisões estratégicas. O que destoa dos entrevistados anteriores é a implementação de um conselho de administração, mesmo que informal, como um espaço para as opiniões vindas dos demais sócios.

No caso do investimento do entrevistado (E5), apesar de este considerar muito importante o fluxo de informações para os investidores, a empresa não mantém esse tipo de rotina. Além disso, as sugestões do investidor são enviadas por meio informal, não sendo protocoladas nem registradas em atas.

Por outro lado, fundadores de *startups* percebem os investidores como potencial fonte de *know-how* e conhecimento de mercado. Muitos *startupers* percorrem um caminho direto da universidade para o mercado de trabalho. A falta de conhecimento de mercado pode ser recorrente nesse grupo de empreendedores, o que torna mais difícil a consolidação da empresa. Sobre o problema, a entrevistada (EF2) discorre o seguinte: “É importante (a participação do investidor), por o investidor ter o *know-how* do que eu não tenho. Eu tenho *know-how* do desenvolvimento, e ele, do mercado”

A entrevistada vê o investimento como uma oportunidade de aprender e também de sentir-se mais segura quanto ao risco econômico envolvido na empresa. O entrevistado (EF1) também é favorável à participação do investidor em reuniões: “Muito importante, acho uma forma até de valorizar o investimento dele.”

#### **4.7 Incertezas quanto à estrutura de propriedade da empresa**

As regras legais definem o objetivo da empresa, seja através da lei corporativa ou por contratos judicialmente vinculativos, como o acordo de sócios, que estabelece diretrizes específicas para o objetivo da empresa e sobre como agir em relação aos princípios pré-

acordados (AGUILERA et al., 2015). Os entrevistados mostraram uma preocupação quanto à segurança da posição acionária dos proprietários, quanto a preferência de compra das quotas pelos outros sócios, o respondente (E1) dissertou o seguinte:

Acho que *lockup*, *vesting* e *cliff* são muito mais relacionados a oferecer a minha posição acionária para funcionários que tu está promovendo a sócio, que tu vai ter uma garantia que ele fique contigo mais um tempo. Mas, geralmente, quando eu invisto, eu peço os direitos de *tag along* e *drag along*. Eu acho que esses dois dá uma proteção dos interesses que é suficiente. Dependendo da empresa, ele é regido por maioria simples, ou por 2/3 dos votos. Mas a ideia mesmo é uma proteção bem razoável dos interesses do investidor, não precisa de *vesting* e *cliff*, esses eu acho que não faz muito sentido.

O entrevistado (E2) também possui impeditivos para a mudança na estrutura de sociedade da empresa: “Qualquer oferta tem que ser feita internamente. A gente inclusive tem um limite de quanto a gente trava. Tenho até alguns *valuations* que a gente travou em cima de quanto pode comprar.”

Quando o entrevistado se refere a travar a venda de quotas, se estas não atingirem um preço mínimo, ele faz referência à cláusula *full reatchet*. Esta cláusula consiste em os acionistas majoritários fornecerem compensação em decisões que eventualmente os prejudiquem, por exemplo, em caso da diluição das quotas da empresa ou a venda das quotas por preço abaixo do que elas foram adquiridas (FEIGELSON; NYBO; FONSECA, 2018).

O direito de preferência aparece como uma cláusula recorrente em contratos entre quotistas, como ressalta o entrevistado (E3):

[...] preferência na operação, nós temos essa cláusula também, os quotistas possuem, sendo 30 dias para exercer a nossa preferência na compra de quotas. Eu acho importante porque, enfim, a gente, óbvio que a gente não selecionou a dedo quem seriam os nossos sócios, mas também a gente não abriu publicamente, vendemos umas quotas dentro da imobiliária.

O entrevistado (E5) mostra certa preocupação com a possibilidade de venda das ações dos gestores, inclusive, citando o que, se um gestor vender as suas quotas, isto é sinal de que ele não acredita na própria empresa que administra: “[...] a obrigatoriedade de ficar um certo tempo com as quotas é importante para quem está na gestão, assim pensando rapidamente. Os administradores não podem ficar vendendo quota. Se tu confias tanto no teu próprio negócio não é coerente vender.” A propriedade de ações por parte do agente leva-o a um comportamento maior de aversão ao risco (SANDERS, 2001).

Já o entrevistado (E4) alega não usar qualquer tipo de cláusula quanto à mudança de estrutura de propriedade da empresa. O principal motivo para que isso aconteça é o fato de ele ser um investidor minoritário nas empresas em questão: “Eu sou bem minoritário em todos os meus investimentos, eu tenho 12% de participação aqui, 13% de participação ali. Então os majoritários querem ter esse poder de vender para quem eles quiserem, por um preço que eles quiserem.” A propriedade concentrada juntamente com instituições fracas tem sido identificada como a causa do conflito entre acionistas, o chamado conflito principal-principal. Geralmente esses conflitos são identificados como provocados pelos acionistas majoritários contra os minoritários (YOUNG et al., 2008).

Quanto à entrada de um sócio indesejado, o entrevistado (E2) proferiu as seguintes considerações: “Em uma operação que a gente tá fazendo, um seguro estruturado já pra isso, pra, caso de óbito, o seguro automaticamente indenize para o uso de compra de quotas, e indenizar a família. Tem que ir atualizando *valuation*, deixando isso pré-definido.”

O *caput* do art. 1028 do Código Civil, discorre que, em caso de morte de algum sócio, se não houver qualquer impedimento no contrato social, a regra geral é a liquidação das quotas do falecido e a indenização aos herdeiros. Quando há vontade, por parte da sociedade, de que

o destino das ações seja especificado, esse desejo deve ser formalizado no contrato social, em que todos os sócios pactuam, em conjunto, os efeitos da morte de um deles (SILVEIRA, 2009).

Para evitar a possibilidade de entrada do ex-cônjuge, é estabelecido que o regime de matrimônio preferido é o regime de separação total de bens (KLEINERT; LANA; FLORIANI, 2019). Aberta a possibilidade de os divórcios influenciarem a empresa, o entrevistado (E4) dissertou o seguinte: “[...] eu tive uma experiência com uma empresa que eu coloquei no lixo aqui, mas era uma empresa que estava avaliada em 8 milhões de reais, nós vendemos por 2 milhões simplesmente por questões matrimoniais.”

Apesar de o caso envolver o cônjuge do sócio, não estava diretamente ligado à questão do divórcio, já que a empresa foi negociada antes. Mas os sócios majoritários exerceram o direito de arrasto e foi inevitável a liquidação da empresa.

O entrevistado (E1) discorreu sobre os efeitos da entrada de um sócio indesejado que vai recair sobre a empresa:

Aqui, na minha cidade, onde nós só temos dois sócios, esse tipo de problema seria pior. Essa empresa em Porto Alegre é mais diluída, então o sócio indesejado não chega a ser um grande problema, já que vai ter uma posição acionária pequena. Uma empresa grande, que caminha sozinha, não chega a ser um grande problema ter um sócio indesejado, desde que não haja com má fé e, se agir, aí sim, são situações previstas no contrato social, que podem gerar a expulsão do quadro.

Em consonância com a fala do entrevistado, em empresas com maior concentração acionária, o conflito entre principal-principal fica mais intenso entre controladores e minoritários (LA PORTA; LOPES-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). Já o entrevistado (E5) discorre sobre o tema: “[...] sócio investidor sem poder de decisão, eu não vejo tanto problema. Mas, com certeza, sócio que também seja gestor, um tipo de controle ou decisão seria um grande problema, seria bom evitar.” Como o entrevistado relatou, a entrada de sócios indesejados não é danosa à empresa desde que não sejam tomadores de decisão. A separação entre gestão e propriedade traz proteção contra ações oportunistas por parte dos gestores que são responsáveis pela tomada de decisão (FAMA; JENSEN, 1983).

Os investidores desconhecem o assunto, pela animação que o investimento na sua empresa traz, a entrevistada (EF2) deu seguinte declaração: “Na verdade, eu nunca pensei nisso. Olha, eu nunca pensei nisso, porque assim ó, a gente em meio a uma situação complicada e o cara decide investir, é sonho! Então eu nem pensei nessas possibilidades.”

Depois de o entrevistador dar alguns exemplos sobre o que poderia ser colocado em contrato, ela complementou a declaração:

“Eu acho importante ter essa parte, assim... Se ele quiser vender, tem que dar prioridade pra mim. Acho que tem que ter uma cláusula, que as pessoas que estão dentro da sociedade tenham a preferência para a compra. Se ninguém quiser, aí beleza, outra pessoa pode comprar. Até para a confiança dos sócios, porque, se isso não acontecer, aí fica complicado. Acho importante também que, se ele conseguir a venda, eu possa vender também as minhas pelas mesmas condições.”

O entrevistado (EF1) também se mostrou preocupado com a possibilidade de o investidor desistir de injetar dinheiro na empresa: “É muito complicado a gente impor nossas vontades, o cara está investindo uma grana na nossa empresa. Então, se nós fizermos um monte de exigências, pode inibir o investidor”.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Na análise dos resultados foi possível identificar os pontos que os investidores e fundadores julgavam ser os mais importantes para a mitigação dos conflitos de agência, já que a separação entre gestão e propriedade, proposta por Jensen e Meckling (1976), permite desvios

na gestão no âmbito de atender aos interesses de todos envolvidos. Através dos dados foi possível identificar a importância que fundadores e investidores dão à segurança do negócio, deixando claro que cláusulas *ex-ante* são importantes para uma boa convivência entre eles.

Nesse sentido, ficou evidenciado que, apesar de o acordo de acionistas ser peça fundamental na relação principal-principal, a insegurança jurídica é um entrave latente, já que, no meio jurídico brasileiro, o contrato pode ser contestado via tribunais. Essa descoberta vai ao encontro de Young *et al.* (2008), ao afirmarem que em países com instituições fracas, os conflitos de ordem principal-principal tendem a aumentar.

Mesmo diante da preocupação dos investidores em estabelecer um contrato antes do investimento, as partes envolvidas não demonstraram preocupação com a utilização da estrutura da empresa em benefício próprio. A percepção da assertiva ao escolher o investimento coloca no mesmo conluio os aspectos econômicos e pessoais. O investidor-anjo não tem interesse apenas em investir no negócio, mas também na confiança que ele deposita nos fundadores, os interesses das partes são vistos com uma ótica de pessoalidade, exercendo o contrato um papel apenas burocrático. Além disso, em contratos fundamentados em resultados, em que é usada a cláusula de *vesting*, os problemas que possam influenciar o resultado da empresa recaem sobre a remuneração do gestor, o que diminui o risco, inclusive atenuando o problema de colocar familiares ou amigos das pessoas envolvidas na gestão da empresa. A confiança gerada entre as partes também não torna fundamental a participação do sócio investidor no dia a dia da empresa. Além disso, informativos e demonstrações contábeis são suficientes para manter os investidores informados sobre os rumos da empresa.

Já para fundadores de *startups*, a percepção de objetivo alinhado com a dos investidores é limitada, já que, pelo fato de a confiança ser um fator importante, os fundadores não necessitam do contato com os investidores.

As incertezas diante de uma mudança acionária indesejada preocupam os investidores, que consideram as cláusulas de direito de preferência *drag along* e *tag along* como fundamentais para a relação da sociedade. Nesse sentido, o direito de preferência se mostrou o preferido entre eles, já que, além de oferecer a preferência na compra das quotas, também oferece certa resistência à entrada de sócios indesejados.

Além disso, os gestores consideram o *lockup* uma ferramenta impeditiva interessante, já que a venda das quotas pelos administradores pode parecer uma medida pouco confiável. A entrada de sócios indesejados também se mostrou uma preocupação recorrente, principalmente quando tange ao regime de bens adotado no matrimônio. A preocupação de um sócio indesejado é maior em empresas com capital concentrado.

As limitações do estudo se referem ao número pequeno da amostra, diante do total de investidores-anjo atuando no país. O pequeno número de entrevistados dá-se muitas vezes devido à dificuldade de contatar esses profissionais. Quanto a pesquisas futuras, sugere-se o estudo quantitativo da matéria, além de outros tipos de contratos utilizados para reger a relação entre os envolvidos. Também há a possibilidade de pesquisas futuras sobre sócios de *startups* que estejam em litígio, para averiguar os principais pontos de conflito dessa relação e se a formulação de contrato *ex-post* viria auxiliar na construção de contratos mais eficientes para a mitigação de conflitos.

## 6 BIBLIOGRAFIA

AGUILERA, R. V et al. Connecting the dots: Bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. **The Academy of Management Annals**, [s. l.], v. 9, n. 1, p. 483–573, 2015.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

AUDRETSCH, D. B.; HEGER, D.; VEITH, T. Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS. **Small Business Economics**, [s. l.], v. 44, n. 2, p. 219–230, 2014.

BANDEIRA-DE-MELLO, R. Softwares em Pesquisa Qualitativa. In: **Content Analysis for the Social Sciences and Humanities**. São Paulo: Saraiva, 2006.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. São Paulo: Edições 70, 2016.

BARROS, A. J. S. ; EHFELD, N. A. S. **Fundamentos de Metodologia: Um Guia para a Iniciação Científica**. 2. ed. São Paulo: Makron Book, 2000.

BLANK, S.; DORF, B. **The startup owner’s manual: the step-by-step guide for building a great company**. California: K&S Ranch Press, 2012.

BRAGA, G. S.; HORBUCZ, K. da S. N.; CHEROBIN, A. Pa. M. S. Influência do investimento anjo na tomada de decisão e nos problemas de agência : Um estudo de caso. **Revista de Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas**, [s. l.], v. 4, n. 1, p. 152–168, 2015.

CARVALHOSA, M. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. Vol. 1 a 4 ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

CLAESSENS, S. et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **Journal of Finance**, [s. l.], v. 57, n. 6, p. 2741–2771, 2002.

COHEN, S. G. Accelerating Startups : The Seed Accelerator Phenomenon. [s. l.], p. 1–16, 2014.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 10. ed. Porto Alegre: Bookman, 2011.

CORVO, E. Acordo de Sócios de Sociedades Limitadas à luz do Código Civil de 2002. In: **ADAMEK, Marcelo Vieira von. Temas de direito societário e empresarial contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011.

COTEL, C.; FARHAT, J. The Evolution of Financing Structure in U.S. Startups. **The Journal of Entrepreneurial Finance (JEF)**, [s. l.], v. 19, n. 1, p. 1–32, 2017.

CRESWELL, J. W. **Investigação Qualitativa e Projeto de Pesquisa: Escolhendo entre Cinco Abordagens**. 3. ed. Edição digital.

DING, Z.; SUN, S.; AU, K. Angel investors’ selection criteria: A comparative institutional perspective. **Asia Pacific Journal of Management**, [s. l.], v. 31, p. 705–731, 2014.

EISENHARDT, K. M. Agency theory : An assessment and review. **Academy of Management Review**, [s. l.], 1989.

FACCIO, M.; LANG, L.; YOUNG, L. Dividends and Expropriation. **American Economic Association**, [s. l.], v. 91, n. 1, p. 54–78, 2001.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, [s. l.], v. 26, n. Junho, 1983.

FEIGELSON, B.; NYBO, E. F.; FONSECA, V. C. **Direito das Startups**. 1ª ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

FIELD, L. C.; HANKA, G. The expiration of IPO Share Lock-ups. **The Journal of Finance**, [s. l.], v. 56, n. 2, 2001.

FLICK, U. **Desenho da pesquisa qualitativa**. Porto Alegre: Artmed, 2009.

GOMTSIAN, S. The governance of publicly traded limited liability companies. **Delaware Journal of Corporate law**, [s. l.], v. 40, n. 1, p. 207–279, 2015.

HAINES JR., G. H.; MADILL, J. J.; RIDING, A. L. Informal Investment in Canada: Financing Small Business Growth. **Journal of Small Business & Entrepreneurship**, [s. l.], v. 16, n. 3–4, p. 13–40, 2003.

HENDRIKSEN, E. S. ; VAN BREDA, M. F. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], 1976. a.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976. b.

JIANG, Y.; PENG, M. W. Are family ownership and control in large firms good, bad, or irrelevant? **Asia Pacific Journal of Management**, [s. l.], v. 28, n. 1, p. 15–39, 2011.

KAGAN, E.; LOVEJOY, W. S.; LEIDER, S. Designing Incentives in Startup Teams: Form and Timing of Equity Contracting. **SSRN Electronic Journal**, [s. l.], n. 1372, 2018.

KHANNA, T.; RIVKIN, J. W. Estimating the Performance Effects of Business Groups in Emerging Markets. **Strategic Management Journal**, [s. l.], v. 22, n. 1, p. 45–74, 2001.

KLEIN, B. Contracting Costs and Residual Claims: The Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, [s. l.], v. 26, n. 2, p. 367–374, 1983.

KLEINERT, V. C.; LANA, J.; FLORIANI, D. Governança Corporativa Ilimitada para Empresas Limitadas. **Revista de Administração Contemporânea**, [s. l.], v. 23, n. 6, p. 807–811, 2019.

KUGLER, H. M. **Os acordos de sócios nas sociedades limitadas**. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 58, p. 3–27, 2000.

LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, [s. l.], v. 54, p. 471–517, 1999.

LIM, J. **How Convertible Notes Work**. 2019. Disponível em: <<https://medium.com/veriglif/how-convertible-notes-work-d856acd60724>>. Acesso em: 13 ago. 2020.

MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de Mercado: foco na decisão**. 3. ed. São Paulo: Pearson Education, 2010.

MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de Marketing. Uma orientação aplicada**. 6º ed. Porto Alegre: Bookman, 2012.

MASON, C.; HARRISON, R. Business Angel Networks and the Development of the Informal Venture Capital Market in the U.K.: Is There Still a Role for the Public Sector? **Small Business Economics**, [s. l.], v. 9, p. 111–123, 1997.

MORCK, R.; WOLFENZON, D.; YEUNG, B. Corporate governance, Economic Entrenchment and Growth. **Journl of Economic Literature**, [s. l.], v. 43, n. 3, sep, p. 655–720, 2005.

PRENDERGAST, C.; TOPEL, R. H. Favoritism in organizations. **Journal of Political Economy**, [s. l.], v. 104, n. 5, p. 958–978, 1996.

RAMOS, A. L. S. C. **Direito empresarial**. 8. ed. Rio de Janeiro: Método, 2018.

RIES, E. **The lean startup: How today’s entrepreneurs use continuous innovation to create radically successful businesses**. New York: Crown Business, 2011.

SANDERS, G. Behavioral responses of CEOs to stock ownership and stock option. **Academy of Management Journal**, [s. l.], v. 44, n. 3, p. 477–492, 2001.

SHANE, S.; HEIGHTS, S. The importance of angel investing in financing the growth of entrepreneurial ventures. **Venture Capital and Angel Investing**, v. 2, n. 2, p. 33–81, 2012.

SILVEIRA, M. A. K. **A sucessão causa mortis na sociedade limitada**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009.

TANRISEVER, F. et al. Value of Reverse Factoring in Multi-Stage Supply Chains. **SSRN Electronic Journal**, [s. l.], 2012.

VERÇOSA, H. M. D. **Curso de Direito Comercial Vol. 2**. São Paulo: Malheiros, 2006.

VERGARA, S. C. **Métodos de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2005.

YOUNG, M. N. et al. Corporate Governance in Emerging Economies : A Review of the Principal – Principal Perspective. **Journal of Management Studies**, [s. l.], v. 45, n. 1, 2008.