

O CONTRATO DE MÚTUA CONVERSÍVEL COMO FERRAMENTA DE FINANCIAMENTO DE STARTUPS

THE CONVERTIBLE NOTE AS A STARTUP FINANCING TOOL

Cassiele dos Santos Costa¹
Pedro Henrique Santos Menezes²
Victor Marchezi Vieira³
Laine Reis dos Santos Araujo⁴

RESUMO

O presente trabalho analisa o contrato de mútuo conversível como instrumento jurídico de financiamento de startups no Brasil, com enfoque em sua estrutura, fundamentos legais e aplicação prática no mercado. Partindo da contextualização do ecossistema de startups, caracterizado pela inovação e pela dificuldade de acesso a crédito tradicional, investigou-se a natureza jurídica do mútuo conversível como contrato híbrido e atípico, capaz de conciliar flexibilidade negocial e proteção das partes. O estudo abordou sua regulamentação à luz do Código Civil, da Lei das Sociedades por Ações e do Marco Legal das Startups (LC nº 182/2021), destacando a legitimidade e segurança jurídica conferidas ao instituto. Também foram examinadas suas vantagens, como o adiamento do *valuation* e a preservação do controle societário, bem como os riscos envolvidos, tanto para investidores quanto para empreendedores, que exigem cautela na redação contratual. Metodologicamente, adotou-se pesquisa bibliográfica e documental, com análise de doutrina, legislação e práticas de mercado. Conclui-se que o mútuo conversível se consolidou como mecanismo estratégico de captação de recursos, equilibrando interesses e estimulando o ambiente de inovação, sendo indispensável a atuação técnica do advogado para assegurar sua eficácia. A partir dessa base teórica, o estudo avança para a análise de dados e julgados que demonstram sua aplicação concreta.

PALAVRAS-CHAVE

Mútuo Conversível. Startups. Financiamento Empresarial. Direito Contratual. Marco Legal das Startups.

¹Discente do curso de Direito do Centro Universitário UniFTC de Salvador (UniFTC/Paralela), e-mail: cassiele.s@outlook.com.

²Discente do curso de Direito do Centro Universitário UniFTC de Salvador (UniFTC/Paralela), e-mail: pedromenezs11@gmail.com

³Discente do curso de Direito do Centro Universitário UniFTC de Salvador (UniFTC/Paralela), e-mail: victormarchezi@outlook.com

⁴Docente Orientadora do Centro Universitário UniFTC de Salvador (UniFTC/Paralela), Doutoranda em Direito Civil (UBA), Mestra (FVC), Especialista em Direito Civil, Empresarial, professora Universitária do Curso de Direito FTC – Campus Salvador. E-mail: laine.araujo@ftc.edu.br

ABSTRACT

This study analyzes the convertible note agreement as a legal instrument for financing startups in Brazil, focusing on its structure, legal foundations, and practical application in the market. Starting from the contextualization of the startup ecosystem, characterized by innovation and the difficulty of accessing traditional credit, the research investigated the legal nature of the convertible note as a hybrid and atypical contract, capable of reconciling contractual flexibility and protection of the parties. The study addressed its regulation under the Civil Code, the Corporations Law, and the Brazilian Startup Legal Framework (Complementary Law No. 182/2021), highlighting the legitimacy and legal certainty granted to the instrument. It also examined its advantages, such as the postponement of *valuation* and the preservation of corporate control, as well as the risks involved, both for investors and entrepreneurs, which demand caution in contract drafting. Methodologically, the study adopted bibliographic and documentary research, analyzing doctrine, legislation, and market practices. It is concluded that the convertible note has consolidated itself as a strategic mechanism for raising capital, balancing interests and fostering an environment of innovation, with the indispensable role of lawyers in ensuring its effectiveness. Based on this theoretical foundation, the study advances to the analysis of data and case law that demonstrate its practical application.

KEYWORDS

Convertible Note. Startups. Business Financing. Contract Law. Brazilian Startup Legal Framework.

1. INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, as *startups* têm ocupado um espaço crescente no cenário econômico brasileiro, impulsionadas pela inovação, tecnologia e modelos de negócios disruptivos. Apesar do seu potencial, essas empresas enfrentam dificuldades na captação de recursos, sobretudo nos estágios iniciais, quando o risco é elevado e o acesso ao crédito tradicional é restrito. Nesse contexto, o contrato de mútuo conversível desponta como alternativa mais célere e menos onerosa de financiamento, especialmente após o reconhecimento normativo introduzido pelo Marco Legal das Startups (Lei Complementar nº 182/2021).

Embora amplamente utilizado na prática empresarial, o mútuo conversível ainda carece de sistematização acadêmica que aborda seus aspectos conceituais, operacionais e normativos. Nesse contexto, a pesquisa se propõe a investigar o seguinte problema: como o contrato de mútuo conversível é caracterizado como ferramenta de financiamento de startups no Brasil?

Para tanto, o objetivo geral deste trabalho é analisar o mútuo conversível como instrumento jurídico de financiamento de startups, com ênfase em sua

estrutura e nos fundamentos legais previstos no ordenamento jurídico brasileiro. Dessa forma, os objetivos específicos da pesquisa consistem em expor a natureza jurídica do contrato de mútuo conversível, delimitando seus fundamentos e características no âmbito do Direito Civil e Empresarial, descrever seu enquadramento normativo, especialmente à luz do Marco Legal das Startups e demais legislações correlatas, e analisar os principais elementos estruturais do contrato, bem como sua aplicação prática no contexto das startups.

A relevância do tema reside na proposta de reunir e articular conhecimentos diversos, provenientes da legislação, da prática de mercado e da doutrina, de modo a oferecer uma base consolidada sobre o contrato de mútuo conversível, preencher lacunas existentes quanto à compreensão de sua estrutura e lógica econômica, e subsidiar futuras pesquisas e discussões interdisciplinares. A pesquisa pretende contribuir academicamente por meio de fontes bibliográficas e documentais, com abordagem de caráter exploratório, promovendo uma análise integrada da teoria. Dessa forma, o estudo poderá servir de referência para estudantes e pesquisadores das áreas de Direito Empresarial, finanças corporativas e empreendedorismo inovador, além de fomentar reflexões sobre a adequação do ordenamento jurídico às novas dinâmicas econômicas brasileiras.

2. MATERIAIS E MÉTODOS

A pesquisa será desenvolvida com base em fontes bibliográficas e documentais, adotando abordagem de caráter exploratório. Segundo Gil (2008), a pesquisa exploratória visa proporcionar maior familiaridade com o problema investigado, sendo indicada em campos do conhecimento ainda pouco estudados, como é o caso do contrato de mútuo conversível como ferramenta de financiamento de *startups*. Nesse mesmo sentido, Marconi e Lakatos (2017) destacam que esse tipo de pesquisa possibilita ao pesquisador ampliar a compreensão do objeto, permitindo a formulação de questionamentos e a construção de referenciais teóricos mais sólidos.

A pesquisa bibliográfica será realizada por meio da análise de obras doutrinárias de Direito Civil e Empresarial, artigos científicos publicados em periódicos especializados, teses e dissertações acadêmicas, bem como comentários à legislação pertinente. Como salientam Marconi e Lakatos (2017), a pesquisa bibliográfica é fundamental para sistematizar conhecimentos já produzidos, servindo de base para o aprofundamento crítico do objeto de estudo.

Assim, serão examinadas contribuições de autores como Coelho (2020), Schreiber, Tartuce e Simão (2024), Almeida (2023), Zirpoli (2022), entre outros, a fim de fundamentar a análise jurídica e econômica do contrato de mútuo conversível.

Paralelamente, será conduzida uma pesquisa documental, com ênfase na análise sistemática do ordenamento jurídico relacionado ao tema, abrangendo, entre outros, o Código Civil (Lei nº 10.406/2002), a Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976), a Lei Complementar nº 123/2006 e a Lei Complementar nº 182/2021 (Marco Legal das Startups). Conforme observa Cellard (2008), a análise documental não se limita à leitura literal dos textos, mas considera o contexto histórico, social e econômico em que foram elaborados, permitindo compreender seus efeitos práticos e normativos.

Além disso, também serão examinados documentos institucionais e materiais produzidos por órgãos reguladores, entidades de fomento e pela prática de mercado, com o objetivo de identificar como o mútuo conversível vem sendo aplicado no ambiente jurídico e empresarial brasileiro. Essa triangulação entre bibliografia, legislação e documentos possibilitará construir uma análise integrada entre teoria e prática, alinhada ao caráter exploratório da pesquisa.

3. O QUE É STARTUPS?

Antes de se compreender o funcionamento do contrato de mútuo conversível, faz-se necessário contextualizar o ambiente em que esse instrumento é geralmente aplicado: o universo das *startups*.

Até recentemente, o ordenamento jurídico brasileiro não apresentava uma definição formal para o termo *startup*, o que dificultava a criação de políticas específicas de incentivo voltadas a esse tipo de empresa (Ickowicz, 2023). Esse cenário se modificou com a promulgação da Lei Complementar nº 182/2021, conhecida como Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo Inovador, que também promoveu alterações na Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações) e na Lei Complementar nº 123/2006.

Ainda que parte da doutrina tenha considerado o Marco Legal aquém das expectativas, especialmente por não contemplar diversas propostas que poderiam impulsionar de forma mais efetiva o ecossistema empreendedor, sua aprovação representa um avanço ao conferir reconhecimento normativo às startups. Como observa Reis (2022):

Havia grande expectativa de que essa lei apresentaria mudanças significativas que impactariam positivamente no assunto objeto deste livro, trazendo maior segurança e incentivos para empreendedores e investidores de startups. Embora essa expectativa não tenha se concretizado, com várias das sugestões que seriam muito úteis para fomentar o setor sendo deixadas de lado na versão final, não se pode negar a relevância de ter no ordenamento jurídico uma lei específica sobre startups (Reis, 2022, p.145).

Segundo Ickowicz (2023), antes da promulgação do Marco Legal das Startups, a legislação brasileira não apresentava definição formal para o conceito de “*startup*”. Com o intuito de preencher essa lacuna, o legislador estabeleceu, por meio do artigo 4º da Lei Complementar nº 182/2021, os critérios que uma empresa deve atender para ser reconhecida como *startup*, delimitando suas características essenciais.

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

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

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

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

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

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

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

Conforme Ickowicz (2023), o Marco Legal das Startups não apenas define os critérios que uma empresa deve atender para ser considerada uma *startup*, como também regulamenta os instrumentos de investimento aplicáveis a essas sociedades. Nesse sentido, Ickowicz (2023) aponta o artigo 5º, § 1º, da Lei Complementar nº 182/2021, por indicar os instrumentos que podem ser utilizados quando o investidor não pretende se tornar sócio imediatamente após

o aporte, ou seja, sem que o investimento integre diretamente o capital social da empresa, caracterizando-se, portanto, como não *equity*⁵.

Art. 5º As startups poderão admitir aporte de capital por pessoa física ou jurídica, que poderá resultar ou não em participação no capital social da startup, a depender da modalidade de investimento escolhida pelas partes.

§ 1º Não será considerado como integrante do capital social da empresa o aporte realizado na startup por meio dos seguintes instrumentos:

I - contrato de opção de subscrição de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e a empresa;

II - contrato de opção de compra de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e os acionistas ou sócios da empresa;

III - debênture conversível emitida pela empresa nos termos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976;

IV - contrato de mútuo conversível em participação societária celebrado entre o investidor e a empresa;

V - estruturação de sociedade em conta de participação celebrada entre o investidor e a empresa;

VI - contrato de investimento-anjo na forma da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro 2006;

VII - outros instrumentos de aporte de capital em que o investidor, pessoa física ou jurídica, não integre formalmente o quadro de sócios da startup e/ou não tenha subscrito qualquer participação representativa do capital social da empresa (grifo nosso) (Brasil, 2021).

Nessas situações, o art. 5º, § 2º, estabelece que o investidor só adquirirá a condição de sócio após a conversão do instrumento em participação societária.

Art. 5º As startups poderão admitir aporte de capital por pessoa física ou jurídica, que poderá resultar ou não em participação no capital social da startup, a depender da modalidade de investimento escolhida pelas partes.

(...)

§ 2º Realizado o aporte por qualquer das formas previstas neste artigo, a pessoa física ou jurídica somente será considerada quotista, acionista ou sócia da startup **após a conversão do instrumento do aporte em efetiva e formal participação societária** (grifo nosso) (Brasil, 2021).

Apesar do enquadramento legal previsto no art. 4º do Marco Legal das *Startups*, também é relevante considerar definições doutrinárias sobre o conceito de *startup*, a fim de complementar a análise jurídica com a perspectiva acadêmica. Nesse sentido, Edgar Reis (2022) destaca que:

Há algumas décadas, porém, vem sendo muito empregado para referir-se a negócios recém-constituídos, com baixo custo de manutenção e elevado grau de incerteza de sucesso, que buscam atingir um crescimento rápido, apoiando-se para tanto na oferta de produtos ou serviços inovadores aos olhos do mercado em que estão inseridos e com alto potencial de escalabilidade, geralmente utilizando-se da internet ou de outras tecnologias inovadoras (Reis, 2022, p.15).

⁵ Tradução livre do termo como “integrante do capital social da sociedade”.

Nesse contexto, Steve Blank e Bob Dorf (2017, p. 120), por sua vez, autores da obra *The Startup Owner's Manual*⁶, define que *startups* são: “organizações temporárias em busca de um modelo de negócios lucrativo, escalável e replicável” em outras palavras, trata-se de organizações em estágio inicial de desenvolvimento, com estrutura ainda não consolidada, que buscam validar e comercializar ideias inovadoras, geralmente com base tecnológica.

Nesse ambiente de inovação, incerteza e crescimento acelerado, o acesso ao capital é um dos maiores desafios. Porém, a dificuldade de definir o valor de uma *startup* em seus primeiros estágios faz com que modelos tradicionais de investimento como compra direta de participação ou empréstimos simples sejam desajustados. Surge, então, o mútuo conversível como uma solução estratégica.

3.1. O QUE É MÚTUO CONVERSÍVEL?

O contrato de mútuo conversível pode ser conceituado como um empréstimo feito por um investidor à *startup*, com a possibilidade de que o valor aportado seja, no futuro, convertido em participação societária, em vez de ser restituído em dinheiro acrescido de juros.

De acordo com Edgar Vidigal de Andrade Reis (2020), esse contrato é amplamente utilizado porque não exige uma avaliação precisa da empresa no momento do investimento. Isso permite que a negociação sobre a participação societária seja adiada para uma rodada futura, quando a empresa estiver mais madura:

O contrato de mútuo conversível em participação societária, como o próprio nome leva a crer, é um instrumento híbrido, formalizado por meio de um contrato particular de mútuo (ou seja, empréstimo de coisa fungível), no qual há a possibilidade de o investidor optar por, ao invés de receber de volta o valor investido, receber uma participação societária da startup para a qual fez o empréstimo (Reis, 2020, p. 46).

Além disso, sua estrutura contratual favorece a atuação de investidores-anjo, que, por meio do mútuo conversível, podem aportar recursos em negócios de alto potencial sem a obrigatoriedade de ingresso imediato na sociedade, postergando a conversão até um momento mais vantajoso. Outro aspecto relevante é a possibilidade de evitar a diluição societária precoce, garantindo aos fundadores o controle da empresa durante as fases mais críticas de estruturação e crescimento.

⁶ Tradução livre do inglês para português como “O Manual do Dono de *Startups*”.

Consoante o disposto no art. 57 da Lei nº 6.404/1976:

A debênture poderá ser conversível em ações nas condições constantes da escritura de emissão, que especificará:

I - as bases da conversão, seja em número de ações em que poderá ser convertida cada debênture, seja como relação entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão das ações;

II - a espécie e a classe das ações em que poderá ser convertida;

III - o prazo ou época para o exercício do direito à conversão;

IV - as demais condições a que a conversão acaso fique sujeita.

§ 1º Os acionistas terão direito de preferência para subscrever a emissão de debêntures com cláusula de conversibilidade em ações, observado o disposto nos artigos 171 e 172.

§ 2º Enquanto puder ser exercido o direito à conversão, dependerá de prévia aprovação dos debenturistas, em assembléia especial, ou de seu agente fiduciário, a alteração do estatuto para:

a) mudar o objeto da companhia;

b) criar ações preferenciais ou modificar as vantagens das existentes, em prejuízo das ações em que são conversíveis as debêntures (Brasil, 1976).

Nesse cenário de fundamentos que explicam a adoção das debêntures conversíveis, ressalta-se o entendimento de João Vitor Ordones da Costa Cruz (2018), que leciona:

A utilização de debêntures conversíveis em ações como instrumento de captação para as sociedades incipientes exige a cuidadosa ponderação dos interesses embutidos na estrutura que se deseja operacionalizar. As vantagens proporcionadas pelo instrumento garantem uma maleabilidade essencial para a organização dos direitos e deveres de cada parte no investimento. De início, passando pelos atrativos que esse instrumento traz em face às ações, destaca-se que o retorno do investimento em *equity*, em regra, deverá ocorrer apenas quando a sociedade estiver lucrativa, via distribuição de dividendos, ou com sua valorização, através de alienação ou liquidação de ações detidas.

(..) Ainda, importante destacar que a própria lei já confere algumas prerrogativas aos detentores das debêntures que possibilitam a defesa de seus direitos patrimoniais. Exemplo é o direito previsto no art. 174, § 3º, da Lei 6.404/76, que atribui aos debenturistas, reunidos em assembleia geral de debenturistas, a capacidade de vetar a redução de capital da companhia, quando contrária a seus interesses. (...) São esses, dentre outros vários motivos casuísticos, que tornam as debêntures conversíveis interessantes para investidores que busquem um arcabouço jurídico que lhes garanta a possibilidade de realizar aportes em troca de direitos patrimoniais e políticos ao menos equiparáveis com os de acionistas, sem que, ao mesmo tempo, perca a proteção em relação aos passivos da *target* (Cruz, 2018, p. 69-72).

Neste enquadramento, o mútuo também se apresenta como uma alternativa estratégica para a preparação de rodadas futuras de investimento, funcionando como mecanismo de transição que transmite confiança a investidores institucionais. Ao reunir flexibilidade contratual e mecanismos de proteção jurídica, o mútuo conversível permite que o investidor assuma riscos de forma controlada, enquanto assegura ao empreendedor maior autonomia decisória nas fases iniciais da operação.

Assim, consoante Rodrigo Domingos Zirpoli (2022, p.25), o direito previsto no art. 174, § 3º, da Lei das Sociedades por Ações, já mencionado por Cruz (2018), assegura aos debenturistas, reunidos em assembleia especial, a possibilidade de vetar deliberações relativas à redução do capital social que lhes sejam desfavoráveis. Esse mesmo mecanismo, segundo o autor, pode ser inserido em contratos de mútuo conversível, em observância ao princípio da autonomia privada, conferindo igual prerrogativa ao investidor/mutuante.

Todavia, ressalta-se, segundo leciona Rodrigo Domingos Zirpoli (2022, p.25), quanto mais um contrato de crédito, como o mútuo, se aproxima de características próprias de uma relação societária, maior se torna o risco de que seja interpretado como sociedade em comum entre os empreendedores da empresa mutuária e o investidor/mutuante. Nesse sentido, entende-se que essa é possivelmente a consequência mais relevante da celebração de um mútuo conversível que atribui aos credores direitos tipicamente políticos, próprios de sócios.

Portanto, para melhor compreender a lógica do contrato de mútuo conversível, faz-se pertinente estabelecer uma comparação com outras modalidades de financiamento comumente utilizadas no contexto das startups.

O mútuo simples consiste em um contrato de empréstimo tradicional, no qual o capital emprestado deve ser restituído acrescido de juros. Nessa modalidade, inexistente qualquer vínculo com a participação societária, o que a torna menos flexível e potencialmente mais onerosa para a startup, sobretudo em suas fases iniciais de desenvolvimento.

A compra direta de participação societária (*equity*), por sua vez, implica a entrada imediata do investidor no quadro societário da empresa. Nesse modelo, há a necessidade de definição do *valuation* da startup no momento da negociação, o que pode gerar desequilíbrios e dificuldades na avaliação de negócios ainda em estágio embrionário.

Já o contrato de participação do investidor-anjo, regulamentado pela Lei Complementar nº 155/2016, permite o aporte de recursos com retorno baseado nos resultados da empresa, sem a integração imediata do investidor ao quadro societário. Embora apresente semelhanças, diferencia-se do mútuo conversível, uma vez que este prevê a possibilidade de futura conversão do crédito em quotas ou ações, consolidando, em momento posterior, à efetiva entrada do investidor na sociedade.

Nesse sentido, a crescente adoção do mútuo conversível reflete sua capacidade de equilibrar risco, agilidade e segurança, características indispensáveis em um ecossistema voltado à inovação. No contexto do Direito Contratual, o contrato de mútuo é tipificado no artigo 586 do Código Civil brasileiro, sendo tradicionalmente compreendido como aquele em que uma parte (mutuante) empresta à outra (mutuário) coisa fungível, obrigando-se está a restituí-la no vencimento, com ou sem acréscimo de juros.

Segundo Fábio Ulhoa Coelho:

O mútuo é de forma livre (não formal) porque a lei não exige, para a sua contratação, nenhum instrumento específico. Por qualquer meio, inclusive o oral ou mesmo a transmissão eletrônica de dados, é possível mutuante e mutuário veicularem a celebração do contrato. Não estabelece a lei, com efeito, nenhuma forma específica para validade do contrato de mútuo (Coelho, 2020, p.165).

Esse contrato de dívida com cláusula de conversão futura em participação societária, vinculado a determinados marcos ou eventos estratégicos, como uma nova rodada de investimentos. Sua atipicidade decorre da ausência de previsão legal expressa de sua forma híbrida, mas ele encontra respaldo no princípio da autonomia da vontade (art. 421 do Código Civil), bem como na Lei Complementar nº 182/2021 (Marco Legal das Startups), que reconhece expressamente o mútuo conversível como uma das formas admitidas de aporte de capital.

Por fim, no que se refere ao Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária, observa-se, conforme apontado por Zirpoli (2018, p. 26-27), que além de se tratar de um instrumento utilizado para a captação de recursos por meio de dívida com possibilidade de conversão em participação societária. Esse contrato pode ser celebrado por qualquer tipo societário, sem necessidade prévia de deliberação dos sócios. Ainda assim, recomenda-se a anuência destes, tendo em vista a futura cessão do direito de preferência para subscrição do aumento do capital social, na proporção de suas quotas ou ações, conforme previsto no art. 171 da Lei das Sociedades por Ações (art. 171 e seguintes, da Lei nº 6.404/1976):

Na proporção do número de ações que possuem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital. (Vide Lei nº 12.838, de 2013)

§ 1º Se o capital for dividido em ações de diversas espécies ou classes e o aumento for feito por emissão de mais de uma espécie ou classe, observar-se-ão as seguintes normas:

a) no caso de aumento, na mesma proporção, do número de ações de todas as espécies e classes existentes, cada acionista exercerá o direito de preferência sobre ações idênticas às de que for possuidor;

b) se as ações emitidas forem de espécies e classes existentes, mas importarem alteração das respectivas proporções no capital social, a preferência será exercida sobre ações de espécies e classes idênticas às de que forem possuidores os acionistas, **somente se estendendo às demais se aquelas forem insuficientes para lhes assegurar, no capital aumentado, a mesma proporção que tinham no capital antes do aumento;**

c) se houver emissão de ações de espécie ou classe diversa das existentes, cada acionista exercerá a preferência, na proporção do número de ações que possuir, sobre ações de todas as espécies e classes do aumento.

§ 2º **No aumento mediante capitalização de créditos ou subscrição em bens, será sempre assegurado aos acionistas o direito de preferência** e, se for o caso, as importâncias por eles pagas serão entregues ao titular do crédito a ser capitalizado ou do bem a ser incorporado.

§ 3º Os acionistas terão direito de preferência para subscrição das emissões de **debêntures conversíveis em ações**, bônus de subscrição e partes beneficiárias conversíveis em ações emitidas para alienação onerosa; mas na conversão desses títulos em ações, ou na outorga e no exercício de opção de compra de ações, não haverá direito de preferência.

§ 4º O estatuto ou a assembleia-geral fixará prazo de decadência, não inferior a 30 (trinta) dias, para o exercício do direito de preferência.

§ 5º No usufruto e no fideicomisso, o direito de preferência, quando não exercido pelo acionista até 10 (dez) dias antes do vencimento do prazo, poderá sê-lo pelo usufrutuário ou fideicomissário.

§ 6º O acionista poderá ceder seu direito de preferência.

§ 7º Na companhia aberta, o órgão que deliberar sobre a emissão mediante subscrição particular deverá dispor sobre as sobras de valores mobiliários não subscritos, podendo:

a) mandar vendê-las em bolsa, em benefício da companhia; ou

b) rateá-las, na proporção dos valores subscritos, entre os acionistas que tiverem pedido, no boletim ou lista de subscrição, reserva de sobras; nesse caso, a condição constará dos boletins e listas de subscrição e o saldo não rateado será vendido em bolsa, nos termos da alínea anterior.

§ 8º Na companhia fechada, será obrigatório o rateio previsto na alínea b do § 7º, podendo o saldo, se houver, ser subscrito por terceiros, de acordo com os critérios estabelecidos pela assembleia-geral ou pelos órgãos da administração (grifo nosso) (Brasil, 1976).

Bem como, no art. 1.081, § 2º, do Código Civil:

Ressalvado o disposto em lei especial, integralizadas as quotas, pode ser o capital aumentado, com a correspondente modificação do contrato.

(...)

§ 2º À cessão do direito de preferência, aplica-se o disposto no caput do art. 1.057 (Brasil, 2002).

Tal previsão decorre justamente do exercício da conversão do crédito em participação societária. Crucial mencionar que, com fundamento nas lições de Zirpoli (2018, p. 26-27) a anuência dos sócios da sociedade investida ou devedora não altera a natureza jurídica do mútuo conversível, que permanece sendo um contrato bilateral, e não plurilateral. Isso porque, em sua essência, a relação inicial estabelecida continua circunscrita a obrigações de crédito e débito entre mutuante e mutuário.

Ademais, a celebração desse contrato dispensa registro perante o Registro Público de Empresas Mercantis, de competência das Juntas Comerciais, nos termos do art. 1.150 do Código Civil.

O empresário e a sociedade empresária vinculam-se ao Registro Público de Empresas Mercantis a cargo das Juntas Comerciais, e a sociedade simples ao Registro Civil das Pessoas Jurídicas, o qual deverá obedecer às normas fixadas para aquele registro, se a sociedade simples adotar um dos tipos de sociedade empresária (Brasil, 2002).

Outro ponto relevante é a possibilidade de sua utilização por sociedades limitadas, o que lhes permite permanecer enquadradas no regime tributário do Simples Nacional, prerrogativa vedada às sociedades anônimas, conforme dispõe o art. 3º, § 4º, X, da Lei Complementar nº 123/2006.

Para os efeitos desta Lei Complementar, consideram-se microempresas ou empresas de pequeno porte, a sociedade empresária, a sociedade simples, a empresa individual de responsabilidade limitada e o empresário a que se refere o art. 966 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), devidamente registrados no Registro de Empresas Mercantis ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso, desde que:

(...)

§ 4º Não poderá se beneficiar do tratamento jurídico diferenciado previsto nesta Lei Complementar, incluído o regime de que trata o art. 12 desta Lei Complementar, para nenhum efeito legal, a pessoa jurídica:

(...)

X - constituída sob a forma de sociedade por ações (Brasil, 2006).

Esse conjunto normativo demonstra que o mútuo conversível se consolida como mecanismo contratual versátil, capaz de compatibilizar interesses de empreendedores e investidores sem, necessariamente, gerar imediata alteração no quadro societário. Ao mesmo tempo, reforça a importância da autonomia privada e da segurança jurídica como pilares desse modelo de financiamento, especialmente diante da necessidade de equilibrar flexibilidade contratual e proteção das partes envolvidas.

3.2. O MÚTUA CONVERSÍVEL COMO FERRAMENTA DE FINANCIAMENTO

O mútuo conversível se destaca no ecossistema jurídico-empresarial brasileiro como uma solução contratual inovadora e eficaz para o financiamento de startups e empresas em estágio inicial de desenvolvimento. Embora derive, em sua essência, do contrato de mútuo tradicional regulado pelos artigos 586 a 592 do Código Civil, sua aplicação prática vai muito além da simples entrega de capital com obrigação de restituição. Trata-se de uma estrutura híbrida e atípica

que conjuga elementos de financiamento com possibilidades de participação societária, oferecendo segurança jurídica e flexibilidade às partes envolvidas.

Conforme observa Almeida (2023, p. 39-40), a estruturação dos veículos de *venture capital*⁷ e *private equity*⁸ deve buscar o equilíbrio entre os interesses de investidores, gestores e empreendedores. Contudo, no contexto brasileiro, tal objetivo revela-se de difícil concretização em virtude das limitações impostas pelos tipos societários previstos na legislação. Ainda assim, essas modalidades configuram alternativas relevantes para viabilizar investimentos em sociedades limitadas.

Nos termos do art. 5º da Lei Complementar nº 182/2021:

As startups poderão admitir aporte de capital por pessoa física ou jurídica, que poderá resultar ou não em participação no capital social da startup, a depender da modalidade de investimento escolhida pelas partes.

§ 1º Não será considerado como integrante do capital social da empresa o aporte realizado na startup por meio dos seguintes instrumentos:

I - contrato de opção de subscrição de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e a empresa;

II - contrato de opção de compra de ações ou de quotas celebrado entre o investidor e os acionistas ou sócios da empresa;

III - debênture conversível emitida pela empresa nos termos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976;

IV - contrato de mútuo conversível em participação societária celebrado entre o investidor e a empresa;

V - estruturação de sociedade em conta de participação celebrada entre o investidor e a empresa;

VI - contrato de investimento-anjo na forma da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro 2006;

VII - outros instrumentos de aporte de capital em que o investidor, pessoa física ou jurídica, não integre formalmente o quadro de sócios da startup e/ou não tenha subscrito qualquer participação representativa do capital social da empresa. (Brasil, 2021).

Nesse mesmo sentido, Zirpoli (2022, p. 15) observa que os mercados brasileiros de *venture capital* e *private equity* figuram como os principais utilizadores do contrato de mútuo conversível na capitalização de sociedades empresárias. Essa prática se inspira em estruturas jurídicas oriundas do sistema anglo-saxão, baseadas em disposições contratuais típicas do *common law*. Todavia, o referido contrato ainda enfrenta entraves no cenário nacional, especialmente no que se refere à delimitação de sua tipicidade jurídica, haja vista o risco latente de ser interpretado como uma forma de sociedade em comum.

A legalidade e legitimidade do mútuo conversível decorrem da autonomia privada, consagrada no artigo 421 do Código Civil, que garante às

⁷ Termo inglês, tradução livre: “capital de risco”.

⁸ Termo inglês, tradução livre: “capital privado”.

partes liberdade para contratar dentro dos limites da função social do contrato e da boa-fé objetiva. Essa flexibilidade é respaldada pela Lei Complementar nº 182/2021 (Marco Legal das Startups), que, em seu artigo 5º, inciso II, reconhece expressamente o contrato de mútuo conversível como uma forma legítima de aporte de capital em startups. Conforme observa Schreiber (2024), a Lei Complementar nº 182/2021 reforça a separação entre o investidor-anjo e a figura do sócio, assegurando que aquele:

não responde por qualquer obrigação da empresa, tampouco se sujeita à desconsideração da personalidade jurídica, afastando, inclusive, a aplicação de dispositivos do Código Civil, da Consolidação das Leis do Trabalho (CLT) e do Código Tributário Nacional (Schreiber, 2024, p.919).

A conjugação entre a liberdade contratual, a previsão legal específica na Lei Complementar nº 182/2021, e os dispositivos aplicáveis da Lei das Sociedades por Ações constitui um tripé normativo que sustenta o mútuo conversível como ferramenta segura e eficaz de financiamento. O contrato alia agilidade à mitigação de riscos, tornando-se uma alternativa atrativa para captar recursos sem, de imediato, diluir a participação societária dos fundadores. Ao mesmo tempo, permite que o investidor tenha a possibilidade futura de converter seu crédito em participação na empresa, caso o negócio demonstre viabilidade e crescimento.

3.3. MÚTUA CONVERSÍVEL E SEUS RISCOS ASSOCIADOS

Embora o mútuo conversível seja amplamente utilizado no ecossistema de startups por sua flexibilidade e capacidade de alinhar interesses entre financiadores e empreendedores, não se pode negligenciar os riscos inerentes a esse instrumento jurídico (Scalli, 2025). Trata-se de um contrato que combina elementos de dívida e de participação societária futura, e justamente por isso apresenta desafios tanto para os investidores (mutuantes) quanto para as empresas que recebem o aporte (mutuárias) (Zirpoli, 2022; Almeida, 2023).

Do ponto de vista do investidor, um dos principais riscos é a incerteza quanto ao *valuation* futuro da startup. Como a conversão geralmente ocorre em rodadas subsequentes de investimento, pode acontecer de o valor da empresa ser fixado de forma desfavorável, reduzindo a participação societária a ser obtida. Além disso, existe o risco de diluição em rodadas posteriores, caso novos investidores ingressem com aportes relevantes sem que o contrato preveja mecanismos de proteção, como cláusulas de anti-diluição.

Outro ponto sensível refere-se à segurança jurídica, visto que a ausência de cláusulas claras sobre o momento e as condições da conversão pode gerar litígios entre as partes. Some-se a isso o fato de que, caso a startup não prospere, o investidor poderá não recuperar integralmente o capital, assumindo perdas consideráveis (Silva, 2024).

Sob a perspectiva da *startup*, o mútuo conversível também não está livre de riscos. O primeiro deles é a pressão do passivo financeiro: como se trata juridicamente de uma dívida até a eventual conversão, o não atingimento das metas ou a ausência de rodadas futuras pode obrigar a empresa a restituir os valores acrescidos de juros, o que pode comprometer seriamente sua saúde financeira (Silva, 2024). Outro risco é a conversão forçada, quando prevista em contrato, sem espaço para negociação. Nessa hipótese, os fundadores podem sofrer diluição societária precoce e perda de controle estratégico da empresa em um momento ainda imaturo do negócio (Silva, 2024). Além disso, a falta de clareza na governança e na prestação de informações pode gerar conflitos com os investidores, enfraquecendo a relação de confiança necessária para o desenvolvimento da startup (Silva, 2024).

Há, ainda, riscos que atingem ambas as partes. A ausência de critérios objetivos para a conversão pode gerar disputas societárias e litígios futuros, especialmente se a fórmula de cálculo da participação não estiver bem definida (Silva, 2024). Conflitos também podem surgir a respeito do papel do investidor na gestão: embora o mútuo conversível não conceda participação imediata, é comum que investidores exijam direitos de informação ou poder de veto, o que pode limitar a autonomia dos fundadores. Por fim, deve-se mencionar o risco regulatório, já que, apesar do reconhecimento do mútuo conversível pelo Marco Legal das Startups (LC nº 182/2021), ainda existem lacunas interpretativas e divergências doutrinárias sobre sua natureza jurídica, o que pode gerar insegurança em casos concretos.

Diante desse panorama, observa-se que o mútuo conversível, embora seja um instrumento valioso para estimular o financiamento de *startups*, exige cautela na sua elaboração. A inclusão de cláusulas de proteção, a definição de critérios objetivos de conversão e o acompanhamento jurídico especializado são medidas indispensáveis para mitigar riscos e equilibrar a relação contratual. Assim, compreende-se que os riscos não devem ser vistos como impeditivos, mas sim como fatores a serem geridos por meio de um contrato bem estruturado e aderente à realidade da empresa e do investidor.

3.4. O MÚTUO CONVERSÍVEL E SEUS MECANISMOS DE PROTEÇÃO

Antes da assinatura de um contrato de mútuo conversível, é comum que os investidores realizem um processo prévio de análise detalhada da startup, conhecido como *due diligence*⁹. Traduzido para o português como diligência prévia, esse procedimento consiste em uma investigação estratégica, jurídica e financeira da empresa, com o propósito de identificar possíveis riscos que possam comprometer a viabilidade do investimento. Mais do que uma simples auditoria, segundo o Fachini (2022):

A *due diligence*, por sua vez, tem como objetivo final fazer uma análise dos números da empresa e se esses números refletem a realidade econômica da mesma, compreendendo sua posição no mercado, seu valor real e seus potenciais riscos.

Dessa forma, a *due diligence* tem um foco completamente diferente da auditoria, uma vez que procura compreender se as finanças da empresa refletem o seu verdadeiro potencial de mercado no presente e para o futuro (Fachini, 2022).

O *due diligence* oferece uma visão abrangente do negócio, investigando desde os aspectos societários e fiscais até questões trabalhistas, ambientais, tecnológicas e operacionais. Por meio dessa análise, o investidor busca compreender com mais profundidade como a empresa realmente funciona, se existem passivos ocultos ou riscos relevantes e qual é seu real valor de mercado indo além do discurso de apresentação ou dos indicadores projetados (Fachini, 2022).

No cenário de *startups*, esse tipo de avaliação torna-se especialmente relevante. Trata-se, na maioria das vezes, de negócios que ainda estão em desenvolvimento, com estruturas de gestão em consolidação e alta exposição ao risco. O processo de *due diligence* constitui etapa essencial para avaliar se a empresa se encontra em condições de receber investimentos e para identificar as cláusulas contratuais necessárias à mitigação de riscos entre as partes (Corrêa, 2024).

Nessa análise, examinam-se, entre outros aspectos, a regularidade dos documentos societários e fiscais, a existência de demandas judiciais ou passivos trabalhistas relevantes, a organização contábil e a saúde financeira do negócio, os contratos mantidos com fornecedores, clientes e colaboradores, bem como a

⁹ Termo inglês, tradução livre: “diligência devida”.

estrutura de governança e o papel desempenhado pelos fundadores na gestão cotidiana da empresa.

De forma prática, o processo de *due diligence* costuma se iniciar após uma análise preliminar da oportunidade (triagem), seguida da assinatura de um *term sheet*¹⁰ ou Termo de Compromisso, que resume os principais termos do investimento. A partir disso, inicia-se a investigação aprofundada, que pode durar semanas ou até meses, dependendo da complexidade da startup. Concluída essa fase, as informações coletadas são utilizadas para negociar os termos finais do contrato de mútuo conversível, incluindo cláusulas de metas, fiscalização, condições de conversão e mecanismos de proteção. É importante destacar que, no caso de *startups* com boa estrutura, transparência documental e governança organizada, o *due diligence* tende a ser um facilitador (Silva, 2024).

Já em empresas com problemas ocultos ou falta de clareza na gestão, o processo pode evidenciar riscos graves que levem à revisão ou até à desistência do investimento. Dessa forma, pode-se dizer que o *due diligence* é uma etapa essencial para que o contrato de mútuo conversível seja redigido com precisão e aderência à realidade da empresa, prevenindo litígios futuros e protegendo tanto investidores quanto empreendedores (Silva, 2024). Ele permite que a relação contratual seja construída com base em informações objetivas, em vez de suposições, reforçando a transparência e a previsibilidade na negociação.

Além de oferecer proteção contra riscos identificados no processo de *due diligence*, o mútuo conversível também contribui para o alinhamento de interesses entre investidores e empreendedores. Ao postergar a conversão da dívida em participação societária, o investidor tem a possibilidade de acompanhar a evolução da empresa, exercendo um papel consultivo (caracterizado pelo chamado *smart money*¹¹), sem, contudo, intervir diretamente na gestão (Araújo, 2024). Por sua vez, os fundadores preservam o controle da sociedade nos estágios iniciais, fator considerado essencial para assegurar rapidez nas decisões e a manutenção da estratégia do negócio (Franco, 2023).

Na prática de mercado, o mútuo conversível mostra-se amplamente utilizado em rodadas iniciais de captação, sobretudo nas fases de investimento-anjo ou *pré-seed*¹², uma vez que evita negociações complexas sobre o *valuation* em estágios prematuros, adia a diluição societária dos fundadores, possibilita maior flexibilidade na definição de cláusulas de desempenho e prazos de

¹⁰ Termo inglês, tradução livre: “folha de termos ou memorando de intenções”

¹¹ Termo inglês, tradução livre: “dinheiro inteligente”.

¹² Termo inglês, tradução livre: “pré-lançamento”.

vencimento, além de reduzir a burocracia contratual e societária relacionada ao aporte de capital.

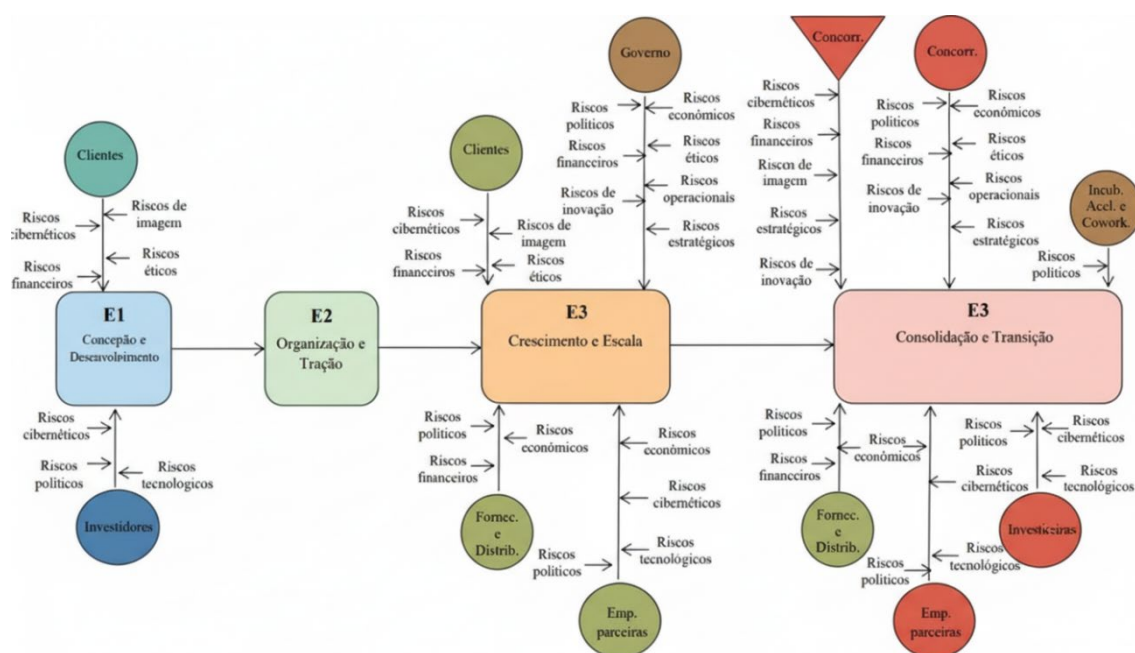
Assim, o mútuo conversível revela-se não apenas como um instrumento de aporte financeiro, mas também como um mecanismo de equilíbrio entre risco e proteção contratual. O *due diligence* atua como etapa preliminar indispensável para assegurar a confiabilidade das informações fornecidas pela *startup* e, conseqüentemente, reduzir incertezas que poderiam comprometer a relação entre as partes (Silva, 2024).

Ao lado disso, a flexibilidade e a natureza estratégica do mútuo conversível permitem alinhar os interesses de investidores e empreendedores, proporcionando segurança jurídica, previsibilidade e estímulo ao crescimento do negócio. Dessa forma, pode-se concluir que esse modelo contratual cumpre papel central na construção de um ambiente de investimento mais estável e transparente, especialmente nas fases iniciais de desenvolvimento das startups (Araújo, 2024; Franco, 2023).

4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

O estudo revela que, nos últimos anos, a gestão de recursos financeiros tem se mostrado fundamental para o sucesso das *startups*, influenciando diretamente sua sobrevivência, atração de investidores e capacidade de crescimento (Silva, 2023). A identificação da necessidade de capital é etapa essencial, abrangendo investimentos em tecnologia, contratação de talentos e expansão geográfica, entre outros fatores. No entanto, no Brasil, o acesso ao crédito apresenta desafios significativos, pois o sistema financeiro tradicional não atende de forma adequada às demandas dessas *startups* em razão da ausência de histórico financeiro consolidado e de garantias suficientes.

Para superar essas barreiras, surgem iniciativas como linhas de crédito específicas, parcerias com instituições financeiras e o fortalecimento de ecossistemas de inovação. De acordo com Silva (2023), com base no modelo do ciclo de vida das *startups* de Couto (2019), o risco financeiro está presente desde a concepção até a consolidação da empresa, sendo particularmente crítico nas fases *Pré-Seed*, *Seed* e início do *Growth*, quando muitas *startups* apresentam déficits operacionais, caracterizando o chamado “Vale da Morte” (Sarfati, 2018), período em que muitas *startups* podem falir mesmo apresentando crescimento de receita.

Figura 1 - Ciclo de vida das *startups*

Fonte: Marcelo Henrique Gomes Couto (2019); Aline Andressa Carvalho Da Silva (2023).

À medida que avançam para fases de crescimento e expansão, o gerenciamento do fluxo de caixa torna-se ainda mais pertinente, exigindo controle rigoroso de custos, planejamento estratégico de investimentos e diversificação das fontes de financiamento. O objetivo é assegurar recursos suficientes para sustentar o crescimento, promover a inovação e alcançar a lucratividade (Silva, 2023).

Nesse contexto, o contrato de mútuo conversível se apresenta como uma alternativa eficaz de captação de recursos, funcionando como crédito exigível no vencimento, com juros, correção monetária e prazo definidos, e contendo a opção de conversão em participação societária diante de eventos contratuais típicos, como a próxima rodada qualificada de investimento, o prazo-limite ou *maturity*, operações de fusão e aquisição (M&A) ou situações de inadimplemento.

A experiência de mercado demonstra que cláusulas de vencimento antecipado e de eventos de *default*, ou seja, o não pagamento da dívida ou de seus encargos, são tão significativos quanto os próprios termos de conversão, ganhando especial importância em cenários de insolvência, quando a saúde financeira da empresa está comprometida e o risco de perda para o investidor aumenta consideravelmente.

Nessa linha, Zirpoli (2022) ressalta que o mútuo conversível contribui para o dinamismo empresarial nacional, permitindo a capitalização de

sociedades empresariais de diferentes portes por meio de dívidas conversíveis de curto, médio ou longo prazo. Além disso, esse instrumento apresenta taxas de juros mais vantajosas do que as praticadas pelas instituições financeiras tradicionais, as quais, conforme a Súmula 596 do Supremo Tribunal Federal, não estão sujeitas ao limite legal de cobrança de juros. Isso possibilita a captação rápida de recursos, sem as garantias normalmente exigidas pelos bancos:

As disposições do Decreto 22.626/33 não se aplicam às taxas de juros e aos outros encargos cobrados nas operações realizadas por instituições públicas ou privadas, que integram o sistema financeiro nacional” (Brasil, 2017).

Outro aspecto relevante, apontado por Zirpoli (2022), é que o mútuo conversível dispensa, em tese, a necessidade de deliberação prévia dos sócios para sua celebração, conferindo maior agilidade ao processo de captação. Essa linha de raciocínio aproxima-se da experiência norte-americana, onde as dívidas conversíveis também simplificam o levantamento de capital ao dispensar a aprovação formal dos sócios.

Além da análise contratual, cabe destacar que, em um ambiente de negócios altamente competitivo, *startups* enfrentam desafios singulares para crescer e se consolidar. Diferentemente de empresas tradicionais, operam em contextos de grande incerteza, nos quais decisões rápidas e bem fundamentadas são essenciais. Nesse cenário, os Indicadores-Chave de Desempenho (KPIs – *Key Performance Indicators*) assumem papel central ao monitorar metas estratégicas e guiar a tomada de decisões (Silva, 2023).

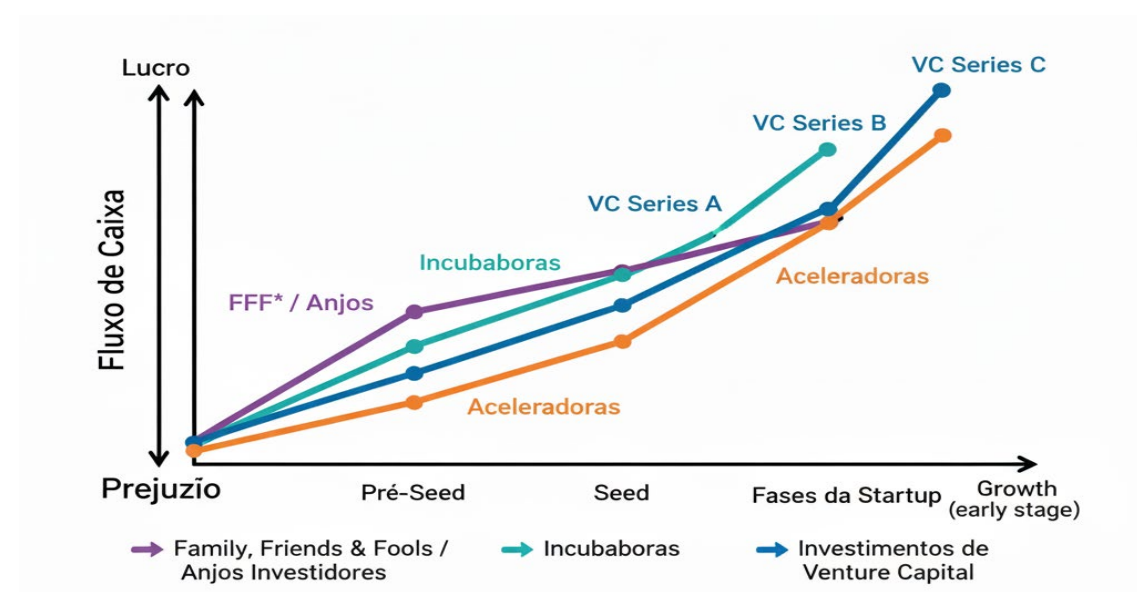
Tabela 1 - Os indicadores-chave de desempenho

Indicador	Descrição	Referência
ROI (<i>Return on Investment</i>)	Avalia o retorno obtido sobre os investimentos realizados, especialmente em marketing e inovação.	Rocha, 2023
CAC (<i>Customer Acquisition Cost</i>)	Calcula o custo para adquirir cada novo cliente, relacionando investimentos em marketing com o número de clientes conquistados.	G4 Educação, 2023
LTV (<i>Lifetime Value</i>)	Estima o valor total que um cliente gera para a empresa ao longo de sua relação comercial.	G4 Educação, 2023

Fonte: Aline Andressa Carvalho Da Silva (2023).

No campo do financiamento, esse elemento é igualmente decisivo, pois permite transformar ideias em produtos ou serviços, viabilizar protótipos e lançar operações no mercado. Como observa Silva (2023), *startups* precisam acessar diferentes fontes de capital ao longo de seu ciclo de vida, envolvendo investidores-anjo, aceleradoras, incubadoras, fundos de venture capital, programas governamentais e crowdfunding (Chorev, 2006; Fukugawa, 2018). No estágio pré-*seed*, a ênfase recai na validação da ideia e no desenvolvimento do produto mínimo viável (MVP), com apoio de familiares, amigos e investidores-anjo. Já na fase *seed*, quando o MVP se encontra consolidado, entram em cena fundos de *venture capital* e novos investidores, voltados à expansão, à formação de equipe e às estratégias de *marketing*. Em estágios mais avançados, o *venture capital* se torna central, fornecendo aportes significativos a *startups* com modelo de negócio comprovado e base de clientes estabelecida.

Figura 2 - Estágios de investimento

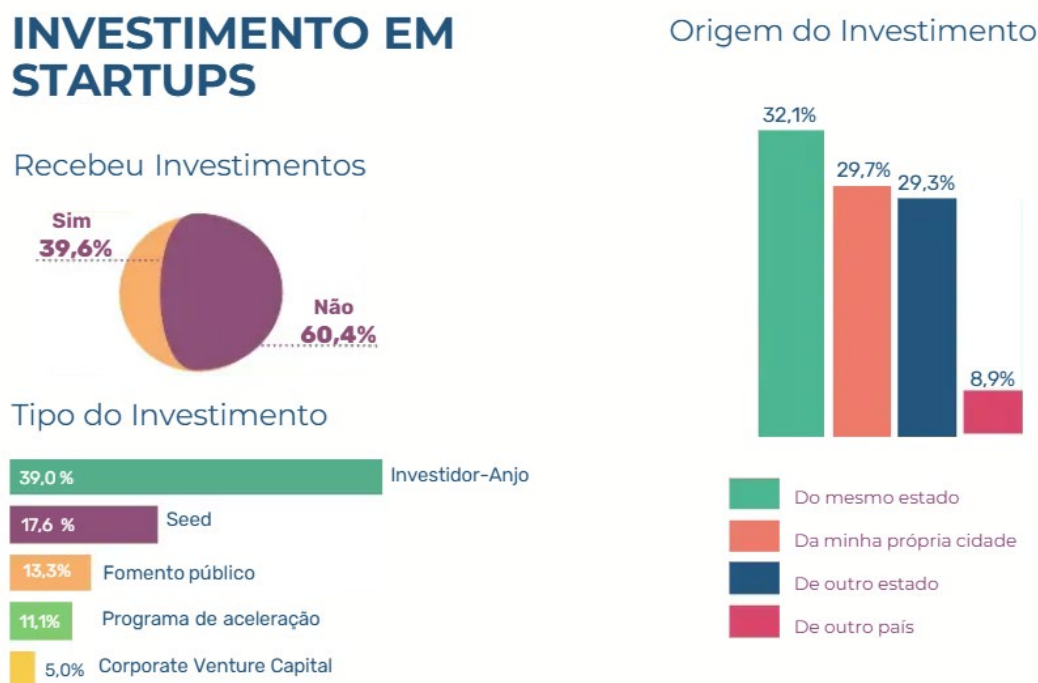


Fonte: Gilberto Sarfati (2018); Aline Andressa Carvalho Da Silva (2023).

Além do investimento privado, o governo brasileiro oferece suporte por meio de programas como o *Start-Up Brasil*, que disponibiliza financiamento, mentorias e incentivos fiscais às *startups* selecionadas. Outra modalidade relevante é o *crowdfunding*, que possibilita a captação coletiva de recursos a partir de pequenas contribuições de múltiplos investidores (Silva, 2023). Segundo o Mapeamento de Startups 2022, elaborado pela Associação Brasileira de Startups (ABSTARTUPS), os investidores-anjos representam o principal tipo

de aporte no ecossistema nacional, demonstrando a importância do capital privado como complemento às iniciativas públicas (Silva, 2023).

Figura 3 - Mapeamento de *startup* Brasil



Fonte: ABSTARTUPS (2022).

A seguir, apresenta-se uma tabela resumida com os principais tipos de investimento em *startups*, seus estágios e características:

Tabela 2 - Principais tipos de investimento em *startups*, seus estágios e características

Tipo de Investimento	Estágio da Startup	Principais Atores	Características
Investidor-Anjo	Pré-Seed / Seed	Pessoas físicas	Capital inicial, mentorias, <i>network</i>
<i>Friends, Family & Fools</i> (FFF)	Pré-Seed	Familiares e amigos	Recursos para MVP e prototipação
Aceleradoras/ Incubadoras	Pré-Seed / Seed	Organizações especializadas	Suporte financeiro, mentorias e infraestrutura em troca de participação

<i>Venture Capital (VC)</i>	<i>Seed / Growth</i>	Fundos institucionais	Investimento substancial, alto risco, retorno futuro elevado
<i>Crowdfunding</i>	<i>Pré-Seed / Seed</i>	Público coletivo	Captação coletiva de pequenos valores, validação de mercado
Programas Governamentais	<i>Pré-Seed / Seed / Growth</i>	Órgãos públicos (ex.: <i>Start-Up Brasil</i>)	Financiamento, incentivos fiscais, mentorias

Fonte: Aline Andressa Carvalho Da Silva (2023).

Além disso, existem linhas de crédito direcionadas a setores estratégicos, como tecnologia, ciência e agronegócio, visando impulsionar a inovação e o desenvolvimento econômico nessas áreas (Silva, 2023). Entre as alternativas de investimento, destacam-se:

Tabela 3 - Principais tipos de Investimento em *Startups* no Brasil

Tipo de Investimento	Descrição / Características	Observações / Exemplos
<i>Bootstrapping</i>	O empreendedor utiliza recursos próprios para financiar a <i>startup</i> .	Maioria das startups começa dessa forma; proporciona independência e controle total. Ex.: pequenas startups de tecnologia no início.
Capital Semente (Seed)	Primeira rodada de investimento acima do investidor-anjo, normalmente entre R\$ 500 mil e R\$ 2 milhões no Brasil.	Investimento em grupo; risco individual reduzido; retorno esperado a partir de dois anos. Ex.: <i>startups</i> brasileiras em fase inicial de tecnologia.
Investidor-Anjo	Pessoa física que investe capital próprio em startups com alto potencial de crescimento.	Pode fornecer suporte intelectual; participação minoritária; prazo médio de retorno superior a quatro anos. Ex.: <i>iFood</i> , <i>Gympass</i> (início dos investimentos-anjo).

Venture Capital	Investimento em troca de participação minoritária na startup.	Fundadores mantêm controle; foco em empresas com alto potencial de crescimento e futura venda de ações. Ex.: Nubank, 99.
Programas Governamentais	Apoio financeiro e mentorias oferecidos por iniciativas do governo, como <i>Start-Up</i> Brasil e InovAtiva.	Incentiva inovação, crescimento e geração de empregos; contribui para o desenvolvimento econômico. Ex.: startups selecionadas pelo programa <i>Start-Up</i> Brasil.
Private Equity	Fundos de investimento especializados que aplicam em startups em fase de expansão.	Investimento maior; administração das empresas feita pelo fundo; objetivo: acelerar crescimento. Ex.: Resultados Digitais, Stone.
IPO (Initial Public Offering)	Oferta pública inicial de ações na bolsa de valores.	Nível avançado de investimento; permite captar recursos de investidores anônimos. Ex.: Uber, Microsoft, Apple.
Aceleradoras	Investimento em <i>startups</i> via programas de aceleração conduzidos por investidores experientes.	Apoio estratégico, mentorias e <i>networking</i> ; risco alto; recebimento de participação acionária. Ex.: 500 <i>Startups</i> , ACE, <i>Techstars</i> .
Plataformas de Investimento	Plataformas online reguladas pela CVM que conectam investidores e startups previamente selecionadas.	Nível médio de risco; exemplo: <i>CapTable</i> da <i>StartSe</i> ; facilita acesso a múltiplos investidores. Ex.: <i>CapTable</i> , <i>Seedrs</i> .

Fonte: Supera parque (2021).

Por fim, no plano jurídico, a disciplina contratual do mútuo conversível exige atenção especial às hipóteses de vencimento antecipado. Trata-se de um contrato que, por ser mútuo, se submete ao regime geral das obrigações e, por ser conversível, demanda compatibilização com o direito societário.

A experiência de mercado evidencia que cláusulas de vencimento antecipado e de eventos de *default*, isto é, o não pagamento da dívida ou de seus encargos, são tão significativas quanto os próprios termos de conversão. Essas previsões contratuais ganham destaque em cenários de insolvência, nos

quais a saúde financeira da empresa já se encontra fragilizada e o risco de perda para o investidor aumenta de forma expressiva.

Nesse ponto, a disciplina do vencimento antecipado, seja por cláusula contratual ou por imposição legal, relaciona-se diretamente com a lógica de gestão de risco de crédito. Exemplo disso foi o Agravo de Petição nº 0000990-75.2017.5.12.0053, no qual o TRT da 12ª Região analisou a falência de uma devedora e reconheceu a possibilidade de antecipação das parcelas vincendas. A decisão se alinhou ao art. 333 do Código Civil, que prevê a falência como hipótese legal de aceleração da dívida. No âmbito das startups, essa prerrogativa permite ao investidor estruturar seu contrato para antecipar o vencimento e habilitar-se como credor na falência ou, em tese, tentar forçar a conversão. Na prática, contudo, tal medida tende a perder utilidade quando a empresa já se encontra em colapso.

Em contrapartida, o TJ-SP, na Apelação Cível nº 1024107-78.2023.8.26.0554, afastou a possibilidade de vencimento antecipado integral na ausência de previsão contratual específica. Esse entendimento reforça um aspecto central: a aceleração da dívida não pode ser presumida, devendo estar expressamente prevista no contrato. No caso do mútuo conversível, a ausência de cláusulas de default, de insolvência ou de *covenants* (obrigações contratuais de fazer ou não fazer, assumidas pela empresa como condição do financiamento) fragiliza consideravelmente a posição do credor.

Diante desse cenário, recomenda-se que o mútuo conversível estabeleça de forma clara e objetiva as hipóteses de conversão e de vencimento antecipado, os critérios de cálculo, bem como os efeitos em situações de falência ou recuperação judicial, sempre em consonância com as normas societárias. Esse cuidado reduz incertezas e litígios, conferindo maior segurança jurídica e previsibilidade tanto para investidores quanto para empreendedores.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em vista das exposições apresentadas neste trabalho, constata-se que o contrato de mútuo conversível se consolidou como uma das ferramentas estratégicas para o financiamento de *startups* no Brasil. Sua característica híbrida, que combina elementos do contrato de mútuo tradicional com a possibilidade de conversão em participação societária, revela-se particularmente

adequada às necessidades de empresas em estágio inicial, marcadas pela escassez de recursos e pelo acesso limitado ao crédito tradicional. Assim, esse instrumento jurídico mostra-se eficiente para suprir fragilidades de um ecossistema em consolidação.

Ademais, verificou-se que ao alinhar flexibilidade contratual e segurança jurídica, o mútuo conversível fortalece a confiança dos investidores e assegura aos empreendedores uma alternativa menos onerosa e mais dinâmica de captação de recursos. Fundamentado no Código Civil, na Lei das Sociedades por Ações e no Marco Legal das Startups, esse contrato reúne legitimidade normativa e praticidade negocial, o que reforça sua utilidade como mecanismo de fomento à inovação. Nesse sentido, a conjugação entre agilidade, segurança e adaptabilidade torna o mútuo conversível mais atrativo que as formas tradicionais de financiamento, justamente por possibilitar a postergação do *valuation* e a preservação do controle societário.

Não obstante, a análise da literatura e da prática de mercado evidenciou que a adoção do mútuo conversível não está livre de riscos. Constatou-se que investidores enfrentam incertezas quanto ao *valuation* futuro e ao risco de diluição em rodadas subsequentes, enquanto empreendedores convivem com a pressão de um passivo financeiro que, se não convertido, pode comprometer a saúde econômica da startup. Desse modo, deve-se compreender o contrato de mútuo conversível como um instrumento de gestão de riscos, e não como solução definitiva, sendo necessária cautela na sua redação, definição de cláusulas protetivas e acompanhamento jurídico especializado.

Além disso, constatou-se que a ausência de critérios objetivos de conversão, a má definição de hipóteses de vencimento antecipado ou mesmo a falta de governança adequada podem gerar litígios e enfraquecer a relação de confiança entre as partes. A análise da doutrina e da legislação apontou que, embora o Marco Legal das Startups tenha representado um avanço ao reconhecer formalmente o mútuo conversível, ainda persistem lacunas normativas e divergências doutrinárias sobre sua natureza jurídica. Essa incerteza reforça a necessidade de estudos adicionais e de uniformização interpretativa para conferir ainda maior previsibilidade à sua aplicação prática.

Ressalta-se que o equilíbrio entre risco e retorno no uso do mútuo conversível permanece incerto. Por um lado, ele oferece oportunidade de captação de recursos em um momento desafiador para as startups; por outro, submete investidores e empreendedores a incertezas cujo impacto ainda não foi

mensurado. Isso evidencia que o mútuo conversível não deve ser visto apenas como alternativa de financiamento, mas como uma aposta estratégica, cujo sucesso depende do amadurecimento do ecossistema, da transparência contratual e da evolução normativa.

Constatou-se ainda que o mútuo conversível cumpre papel central na transição entre os estágios mais frágeis do ciclo de vida de uma startup e a atração de rodadas subsequentes de investimento. Observa-se que sua utilização funciona como sinal de confiança ao mercado, permitindo que investidores institucionais enxerguem maior seriedade e segurança em empresas que já contam com aportes estruturados por meio desse instrumento. Ao mesmo tempo, evidencia-se que a pesquisa acadêmica sobre o tema ainda é incipiente, carecendo de análises empíricas que verifiquem de que maneira, na prática, o mútuo conversível tem contribuído para reduzir o chamado “Vale da Morte” das startups brasileiras.

A eficácia desse contrato depende da qualidade da *due diligence* e da previsão de cláusulas que permitam maior transparência e governança no relacionamento entre empreendedores e investidores. Quando bem elaborado, o mútuo conversível pode reduzir riscos, prevenir litígios e assegurar maior previsibilidade contratual. No entanto, a ausência de pesquisas quantitativas, de dados consolidados de mercado e de jurisprudência específica limita a formulação de conclusões definitivas sobre sua efetividade no contexto brasileiro.

Portanto, embora já consolidado como ferramenta prática, o mútuo conversível ainda carece de estudos mais aprofundados quanto aos seus efeitos jurídicos e econômicos de longo prazo. Essa lacuna reforça sua vocação como ponto de partida para novas pesquisas, capazes de preencher lacunas e sustentar avanços no debate acadêmico e no ambiente de negócios.

Por fim, conclui-se que o mútuo conversível deve ser reconhecido como instrumento estratégico, capaz de equilibrar inovação e segurança jurídica, ao mesmo tempo em que fomenta o crescimento de startups e a consolidação do ecossistema de inovação no Brasil. Contudo, reafirma-se que a presente pesquisa, de caráter exploratório, bibliográfico e documental, não encerra o debate, servindo como ponto de partida para futuras investigações. Assim, este trabalho constitui uma base inicial para estudos posteriores, que deverão aprofundar a análise empírica da prática contratual e da evolução jurisprudencial, avaliando de forma mais detalhada os impactos do mútuo conversível no

fortalecimento do ecossistema de inovação e no desenvolvimento das startups brasileiras.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Vitória Carolina De Moraes. **A Emissão De Debêntures Em Sociedades Limitadas**. 2023. Monografia (Graduação) - Curso de Direito - Faculdade Baiana de Direito, Salvador, 2023. Disponível em: <https://monografias.faculdebaiannedireito.com.br/tcc/a-emissao-de-debentures-em-sociedades-limitadas/>. Acesso em 07 set. 2025.

ABSTARTUPS. **Crescimento das startups ano a ano**. 2019. Disponível em: <https://abstartups.com.br/crescimento-das-startups/>. Acesso em: 14 set. 2025.

ARAÚJO, Matheus Koboldt de. **Mútuo conversível: entenda o conceito e as vantagens**. Koboldt Advogados, 20 dez. 2024. Disponível em: <https://koboldtadvogados.com/mutuo-conversivel-o-que-e/>. Acesso em: 14 set. 2025.

ANTONINI, Maria Isabel. **Unit economics: o que são e como encontrar os seus**. G4 Educação, 3 set. 2025. Disponível em: <https://g4educacao.com/blog/unit-economics>. Acesso em: 14 set. 2025.

BLANK, Steve; DORF, Bob. **The Startup Owner's Manual: The Step-by-Step Guide for Building a Great Company**. Pescadero, Califórnia: K&S Ranch, 2017.

BRASIL. **Código Civil**. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm. Acesso em: 12 março 2025.

BRASIL. **Lei das Sociedades por Ações**. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm. Acesso em 12 março 2025.

BRASIL. **Marco Legal das Startups**. Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp182.htm. Acesso em: 12 março 2025.

BRASIL. **Lei das Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte**. Lei Complementar Nº 123, de 14 de Dezembro de 2006. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp123.htm. Acesso em 07 set. 2025.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito civil: contratos. Volume 2**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020. ISBN 978-65-5065-073-5.

CRUZ, João Vitor Ordones da Costa. **Emissão privada de debêntures conversíveis como mecanismo de mitigação de risco**. In: GONTIJO, Bruno Miranda; VERSIANI, Fernanda Valle.

CRUZ, João Vitor O. da Costa; PENNA, Thomaz Murta. **Direito societário e mercado de capitais**. Belo Horizonte: D'Plácido, 2018.

CELLARD, André. A Análise Documental. In: POUPART, J. et al. (Orgs.) **A pesquisa qualitativa: enfoques epistemológicos e metodológicos**. 4ª. ed. Petrópolis, RJ: Vozes, 2008. ISBN 9788532636812.

CORRÊA, Leandro. **A due diligence como alicerce para startups no cenário empresarial**. Startupi, 25 fev. 2024. Disponível em: <https://startupi.com.br/due-diligence-c-para-startups/>. Acesso em: 14 set. 2025.

COUTO, Marcelo Henrique Gomes. **Análise do ciclo de vida das startups: características, agentes e riscos associados**. 2019. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

CHOREV, Schaul; ANDERSON, Alistair R. **Marketing in high-tech start-ups: Overcoming the liability of newness in Israel**. International Entrepreneurship and Management Journal, v. 2. 2006.

FACHINI, Tiago. **Due diligence: o que é, tipos e como fazer [Passo a Passo]**. Projuris, 17 jan. 2022. Disponível em: <https://www.projuris.com.br/blog/o-que-e-due-diligence/>. Acesso em: 7 set. 2025.

FRANCO, Marcelo. **Smart Money: o que é, quais são os benefícios para startups e por que é fundamental considerá-lo?**. Startupi, 02 nov. 2023. Disponível em: <https://startupi.com.br/smart-money-fundamental-considera-lo/>. Acesso em: 14 set. 2025.

FUKUGAWA, Nobuya. **Is the impact of incubator's ability on incubation performance contingent on technologies and life cycle stages of startups?: evidence from Japan**. International Entrepreneurship and Management Journal, v. 14, n. 2, p. 457-478, 2018.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6ª. ed. São Paulo: Atlas, 2008. ISBN 978-8522451425.

ICKOWICZ, Andressa. **Os mecanismos relevantes para proteção do acionista fundador nos acordos de acionistas de venture capital**. 2023. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) - Faculdade de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2023. Disponível em: <https://repositorio.pucsp.br/jspui/handle/handle/40212>. Acesso em 10 set. 2025.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2017. ISBN 9788597010121

REIS, Edgar Vidigal de A. **Startups**. São Paulo: Almedina Brasil, 2020. ISBN 9788584934706.

REIS, Edgar Vidigal de Andrade. **Startups: Análise de Estruturas Societárias e de Investimentos no Brasil**. 2ª Ed. São Paulo, SP: Almedina, 2022.

ROCHA, Thiago. ROI: o que é, como e por que calcular o Retorno sobre o Investimento. Resultados Digitais, 2023. Disponível em: <https://www.rdstation.com/blog/marketing/roi/>. Acesso em: 13 set. 2025.

SCHREIBER, Anderson; TARTUCE, Flávio; José Fernando Simão; et al. **Código Civil Comentado - Doutrina e Jurisprudência - 6ª Edição 2025**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2024. ISBN 9788530995430.

SILVA, Aline Andressa Carvalho da. **Gestão financeira e necessidade de capital em startups brasileiras**. 2023. 40f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências e Tecnologia com Ênfase em Negócios Tecnológicos) - Escola de Ciências e Tecnologia - Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2023. Disponível em : <https://repositorio.ufrn.br/items/9bc72b7c-4d1c-452b-b3b5-8e85e64dce8f>. Acesso em 07 set. 2025.

SCALLI, Isabela Zimermam. **Mútuo conversível**. Disponível em: <https://izsadvocacia.com.br/blog/mutuo-conversivel/>. Acesso em: 14 set. 2025.

SILVA, Layon Lopes da. **Mútuo Conversível: O que é e como funciona**. Disponível em: <https://silvalopes.adv.br/mutuo-conversivel/>. Acesso em: 14 set. 2025.

SARFATI, Gilberto. **Quem (e como) investe em startups brasileiras**. GV-EXECUTIVO, v. 17, n. 3, 12–16. Disponível em: <https://doi.org/10.12660/gvexec.v17n3.2018.75674>. Acesso em: 14 set. 2025.

SUPERA Parque de Inovação e Tecnologia de Ribeirão Preto. **Como investir em startups? Conheça os investimentos mais comuns**. Disponível em: <https://superaparque.com.br/como-investir-em-startups-conheca-os-investimentos-mais-comuns/>. Acesso em: 14 set. 2025.

ZIRPOLI, Rodrigo Domingos. **Contrato de mútuo conversível em participação societária**. 2022. 116 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito - Programa de Estudos Pós-Graduados em Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2022. Disponível em: <https://sapientia.pucsp.br/bitstream/handle/25999/1/Rodrigo%20Domingos%20Zirpoli.pdf>. Acesso em 07 set. 2025.