

NEXT STEP: À PROCURA DE INVESTIMENTO... E AGORA?

- PARTE 2 -

Promessas cumpridas, regressamos para a segunda parte deste "Next step", a procura de investimento e o que ter em consideração. Sem pretensões de ser uma saga interminável, nem existindo bons ou vilões, prosseguimos o nosso caminho de detetives pelas linhas férreas do empreendedorismo, um comboio em movimento com paragens, novas entradas, saídas e, muitas vezes, a ritmo de TGV.

Mantendo a ideia do comboio – a Startup: os Founders, ao comando, vão decidindo as paragens e gerindo e negociando quem os acompanhará na viagem. A injeção de dinheiro urge e na lista de passageiros frequentes, encontramos os protagonistas de hoje: os Investidores. Família, amigos e fãs, Business Angels e Venture Capital, apenas para enumerar os mais famosos, sem, no entanto, esquecer que no mundo corporate também podemos encontrar players interessados em investir e apoiar novos projetos.



Rita Trábulo

ADVOGADA COORDENADORA DA
STARTINNOVATION TEAM BY CCA



Porque investem os investidores?

Já sabemos que os investidores podem trazer mais do que dinheiro. Podem trazer know-how, contactos, experiência no setor ou na gestão do próprio negócio. E o que será que procuram? Serão apenas motivados pela maximização e retorno do seu investimento? Nem sempre. Aliados ao retorno do investimento podemos encontrar outros motivos: o desenvolvimento de determinadas tecnologias, indústrias, regiões geográficas e comunidades, a criação de emprego em áreas específicas e o desenvolvimento do próprio ecossistema. Pode existir também uma decisão estratégica de investimento em startups que criam ou desenvolvem certas soluções ou produtos, complementares à atividade dos investidores corporate e que ajudem à sua expansão e a atingirem os seus próprios objetivos. Ainda sobre o porquê por detrás do investimento: se já podíamos encontrar a filantropia na lista de causas que motivam alguns investimentos, hoje, sabemos que, cada vez mais, os investidores envolvem critérios ESG (Environmental, Social & Governance) nos seus processos de seleção e de decisão, aliando e alicerçando o retorno do investimento ao cumprimento de determinados objetivos sociais e ambientais, para além do próprio investimento de impacto (algo que veremos por estas páginas, no futuro).

Com esta breve lista de razões presente e tendo por assegurado que cada um destes motivos irá influenciar o tipo de investimento e como o mesmo é estruturado, vamos agora explorar cinco exemplos de como se processa, em termos gerais, a proteção desse investimento, do seu retorno e do próprio investidor.

A proteção do investimento e do investidor, traduzida em 5 cláusulas contratuais.

1. Founders em Lock-up. Os Founders são a equipa impulsionadora do projeto. O motor de arranque. O cérebro de toda a operação. Ainda que não constando no balanço como tal, podemos dizer que são o primeiro e um dos principais ativos de uma Startup. A permanência da equipa de Founders (a que se podem juntar os Key-Employees) para assegurar o desenvolvimento de um produto ou serviço é algo que o investidor quer garantir. Por essa razão, são, a par com o investimento, injetadas cláusulas de “Obrigação de Permanência” ou “Lock-up Period”, que obrigam a equipa principal a permanecer na Startup, por um determinado número de anos, sob pena de serem considerados “desertores” ou, na gíria startupiana, “bad leavers”. Como consequência do incumprimento desta obrigação de permanência, encontramos as penalizações associadas à perda de equity por um valor também ele penalizador. A título de exemplo, o Founder badleaver pode ver-se obrigado a vender a totalidade ou parte da sua participação no equity da startup por um EUR 1 ou pelo seu valor contabilístico, sem se ter em conta o valor atual de mercado. Sob uma interpretação do que é ou não justo, dissuade-se assim qualquer ideia de abandono do projeto. Cabe aos Founders mitigar este tipo de cláusulas, prevendo situações em que a sua saída seja admitida e não penalizada.

2. A anti diluição. Duas das preocupações dos investidores que entram no equity de uma startup são:

não perderem a sua posição e a sua percentagem, por um lado, e os Founders, pelo menos numa fase inicial, manterem sempre o controlo, pelo outro. Frequentemente, vemos cláusulas que visam garantir que a equipa Founders permanecerá com o controlo da startup, nomeadamente quando existe um projeto em criação e desenvolvimento. No que respeita aos investidores, a sua fatia no equity dá-lhes direitos, posição, poder e dividendos. Cláusulas de anti diluição, protegendo essa parte do bolo, são muitas, principalmente para as rondas de investimento que se seguem imediatamente à sua entrada. Entram aqui em tensão a preocupação de manter os Founders no controlo e a preocupação da não perda do comboio pelo investidor. Assistimos, muitas vezes, os Founders serem diluídos para entrada de novos sócios, para a criação de pool options com vista à implementação de planos de incentivo e até para as próximas rondas de investimento. Existem, no entanto, limites e é preciso encontrá-los e negociá-los, sob pena de se perder o foco no que realmente importa.

3. A maximização do investimento. Aquela que mais facilmente é assinalada como o animus do investimento e a sua finalidade última. E como protegê-lo e maximizá-lo em simultâneo? Encontramos, para tal, cláusulas de preferência e prioridade na distribuição de dividendos e cláusulas de liquidation preference (preferência na liquidação), determinando que o investidor tem prioridade, sobre os outros sócios, no pagamento de dividendos ou dos valores decorrentes de um evento de liquidez. A dissolução da sociedade ou qualquer outro que leve à sua liquidação, uma fusão, alterações no controlo da sociedade e a venda desta ou dos seus principais ativos, poderão ser eventos de liquidez. Adicionalmente, e o que gera mais discussão e desconforto, podemos encontrar a introdução de um múltiplo aplicado ao investimento e que é graficamente expresso como X vezes o montante investido. Num investimento de EUR 100.000, com uma liquidation preference e um múltiplo de 1.5, é atribuído ao investidor o direito de receber, prioritária e preferencialmente, o seu investimento de EUR 100.000 acrescido de EUR 50.000, recebendo o total de EUR 150.000.

Ainda sobre a liquidation preference, podemos perguntar o que acontece ao remanescente que ainda há (quando há) por distribuir. Entram aqui mais dois conceitos muito importantes na fase de negociação. A liquidation preference participating que dá ao investidor o direito de receber o seu investimento (acrescido ou não do que resultar do múltiplo negociado) e ainda o de receber a sua fatia pro-rata do valor remanescente. Se for negociada uma liquidation preference non-participating o investidor escolhe entre receber o valor da liquidação, aplicando a lógica pro-rata, ou recebe o seu investimento determinado pelo múltiplo. Estamos perante diferentes níveis de proteção do investimento, pelo investidor, cabendo aos Founders e à Startup perceber até onde estão dispostos a ir na negociação e na aplicação deste nível de proteção.

4. Step-in e veto. No que respeita ao corporate governance, como garantia do seu investimento, os investidores podem querer ter uma palavra a dizer no Board. Ainda que detentores de participações

minoritárias, é usual os investidores quererem o direito a nomear, pelo menos, um dos membros do órgão de administração ou, em investimentos mais singelos, um observador para ir acompanhando as decisões da gestão, reservando, para eventualidades e último recurso, o direito de step-in, ou seja, o direito de entrar no Board e tomar as medidas necessárias à proteção da Sociedade e do seu projeto. Proteger o investimento implica, na maioria das vezes, proteger a própria Startup e este direito de step-in terá de ser visto também sob esta perspetiva: quando é preciso proteger a Startup da gestão dos próprios Founders.

Este tipo de direitos reclamados pelos investidores é facilmente encontrado quando existem motivos que vão para além do retorno financeiro e, muitas vezes, associados a situações em que são determinados objetivos de impacto a cumprir pelas Startups ou quando o investimento é feito para um projeto específico. É preciso prestar contas e avançar nos moldes acordados, sob pena de uma maior ingerência do investidor.

Outro poder, muitas vezes negociado, é o direito de veto ou, de uma forma mais positiva, a necessidade de aprovação, pelo investidor, na tomada de decisões materiais, sejam elas feitas na esfera dos sócios, em assembleia geral, ou no órgão de administração. Essas decisões materiais correspondem a matérias catalogadas como reservadas e são incluídas nesta lista todas as que de alguma forma irão impactar o negócio e, conseqüentemente, o investimento. Venda da propriedade intelectual, mudança das operações para outro país, venda do controlo da sociedade, alocação do investimento a diferentes projetos e financiamentos e prestações de garantias são alguns desses exemplos.

Na negociação deste tipo de cláusulas, aliás, como em tudo, os Founders deverão estar atentos à proporcionalidade do que lhes é pedido e do que tal pode impactar na gestão da própria Startup, evitando criar impasses e entropias que podem ser nefastas e catalisadoras de um descarrilamento.

Porta de saída: o Exit. Sair em andamento ou ter uma porta aberta figuram na lista das principais preocupações de alguns investidores, principalmente para fundos de investimento. Muitas vezes a equipa de gestão falha em conseguir o outro tipo de exit, a sociedade estagna e/ou entra em graves e ruinosas condições financeiras e nada mais há a fazer, do ponto de vista do investidor, impactando negativamente os seus resultados e portfólio. Temos de ter presente que os fundos de investimento, como os de capital de risco, têm uma duração limitada devendo ser dissolvidos quando chegam à meta final do seu tempo de vida. Quando o negócio corre bem, são incluídas cláusulas que permitem a transferência do investimento e da participação do fundo para outros fundos. Quando o negócio corre mal, são introduzidas cláusulas de exit, que agilizam a saída do investidor, caso este assim queira, podendo ser condicionadas a determinados eventos ou executadas apenas quando decorrido certo período de tempo. Permite-se assim que o investidor aproveite o abrandamento da viagem ou até mesmo a sua paragem para sair e seguir outro rumo.

Vimos aqui exemplos de cinco poderes que podem ser dados aos investidores: poder sobre os Founders; poder sobre a estrutura de equity; poder económico; poder de governance; e poder de saída. Iniciando o desfecho de mais um capítulo da história do investimento, há uma ideia que cruza estas páginas: a proporcionalidade. “Food for thought”: será a proporcionalidade uma virtude nestes caminhos? Nesta relação Startup/Founders e Investidor, onde paira essa virtude? Até onde será ela elástica? E será ela justa? Para quem? E porque será isto relevante?

Resumindo e respondendo, na procura de investimento, é importante, para uma Startup e para os seus Founders, perceber as razões por detrás do investimento, compreender as regras da proteção deste e saber os limites de cada parte. Conhecimento é poder. E porquê? Conhecendo e percebendo os motivos do investimento e da sua proteção, os Founders, nas negociações, deverão pôr, nos pratos da balança, o montante e valor do investimento a receber, de um lado, e o que lhes é pedido em troca para garantir esse investimento, do outro. Os objetivos, propósitos e compromissos associados a cada injeção de dinheiro, devem ser vistos e medidos caso a caso. Cientes das regras do jogo, só assim conseguem responder à “million dollar question”: até onde estão dispostos a ir, a aceitar e a entregar para receberem tal investimento?#