

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO**

VITÓRIA BENEDETTI MUSSA

**A (IN)EFETIVIDADE DA PROTEÇÃO CONTRATUAL DOS INVESTIDORES EM
FACE DOS EMPREENDEDORES:
RESPONSABILIDADE CIVIL NAS OPERAÇÕES DE VENTURE CAPITAL**

São Paulo – SP

2022

VITÓRIA BENEDETTI MUSSA

**A (IN)EFETIVIDADE DA PROTEÇÃO CONTRATUAL DOS INVESTIDORES EM
FACE DOS EMPREENDEDORES:
RESPONSABILIDADE CIVIL NAS OPERAÇÕES DE VENTURE CAPITAL**

Trabalho de Conclusão de Curso, como requisito parcial para obtenção do título de bacharel em Direito, sob orientação da Professora Doutora Regina Vera Villas Boas.

São Paulo – SP

2022

RESUMO

A presente monografia tem como tema a análise da responsabilidade civil nos contratos de investimento nas operações de venture capital, sendo seu estudo de extrema importância devido ao crescimento acelerado e generalizado desta modalidade de investimento. O objetivo geral é apresentar o panorama nacional em análise à legislação e às regulamentações internas sobre a atribuição ou não de responsabilidade civil presente nesses contratos. Foi-se utilizado, para a elaboração do tema, o método de referências bibliográficas e documental, por meio do qual foi explorado o disposto no Código Civil, na Lei das Sociedades Anônimas, posicionamentos doutrinários e jurisprudências, bem como artigos publicados em revistas acadêmicas eletrônicas. Desta análise, buscou-se expor a estruturação do mercado de investimentos como um todo, dos contratos e dos contratos de investimentos, evidenciando principalmente a responsabilidade civil das partes que compõe os contratos realizados nas operações de venture capital. Assim, a presente pesquisa possui como enfoque principal: (i) teorizar sobre os contratos de investimento e suas modalidades; (ii) discorrer sobre o venture capital; (iii) elencar os tipos de responsabilidades existentes para os sócios e para os investidores dentro dos contratos de investimento de operações venture capital e explicá-las; e (iv) traçar um paralelo entre tais responsabilidades e o ordenamento jurídico brasileiro. O trabalho conclui que os investidores possuem mais proteções que os empreendedores, logo, eles são eximidos de certas responsabilidades civis, que ficam a cargo do empreendedor.

Palavras-chave: Mercado de Capitais. *Venture Capital*. Investimento. Contratos. Responsabilidade Civil. Ordenamento Jurídico.

ABSTRACT

The present monograph has as its theme the analysis of civil liability in investment contracts in venture capital operations, and its study is extremely important due to the accelerated and generalized growth of this type of investment. The general objective is to present the national panorama in analysis of the legislation and internal regulations about the attribution or not of civil liability present in these contracts. The bibliographical and documental references method was used to elaborate the theme, by means of which the provisions of the Civil Code, the Corporations Law, doctrinaire and jurisprudence positions, as well as articles published in electronic academic journals were explored. From this analysis, it was sought to expose the structuring of the investment market as a whole, the contracts and the investment contracts, highlighting mainly the civil liability of the parties that make up the contracts executed in venture capital operations. Thus, this research has as its main focus: (i) to theorize about the investment contracts and their modalities; (ii) to discuss venture capital; (iii) to list the types of liabilities existing for the partners and for the investors within the investment contracts of venture capital operations and explain them; and (iv) to draw a parallel between such liabilities and the Brazilian legal system. The monograph concludes that investors have more protections than entrepreneurs, therefore, they are exempt from certain civil liabilities, which are borne by the entrepreneur.

Keywords: Capital Market. Venture Capital. Investment. contracts. Civil Liability. Legal Order.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ABDI – Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial

ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital

ARD – *American Research and Development Corporation*

BGB – Código Civil Alemão

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

IPO – Initial Public Offering

LSA – Lei das Sociedades Anônimas

SEC – *Securities and Exchange Commission*

SUSEP – Superintendência de Seguros Privados

LISTA DE QUADRO E FIGURAS

QUADRO 1 – INVESTIMENTO NOS PRIMEIROS NOVE MESES DE 2021.....	5
FIGURA 1 – COMPOSIÇÃO DO VENTURE CAPITAL	23
FIGURA 2 – ESTÁGIOS DO VENTURE CAPITAL EM UMA EMPRESA	36

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	5
1 MERCADO DE CAPITAIS	8
1.1 INVESTIMENTO E SUAS PARTES	9
1.1.1 Investimento	9
1.1.2 Partes	10
1.1.2.1 Sócio	10
1.1.2.2 Investidor	11
2 CONTRATOS	13
2.1 CRIAÇÃO, CONSERVAÇÃO, MODIFICAÇÃO E EXTINÇÃO DE DIREITOS	14
2.2 REQUISITOS DE EXISTÊNCIA	15
2.3 REQUISITOS DE VALIDADE	16
2.4 CONTRATOS DE INVESTIMENTO	18
2.4.1 Contratos Preliminares	19
2.4.2 Contratos Definitivos	20
2.4.2.1 Equity	20
2.4.2.2 Debit	20
3 VENTURE CAPITAL	22
3.1 DEFINIÇÃO	22
3.2 ORIGEM DO VENTURE CAPITAL / HISTÓRIA	27
3.3 OS PEQUENOS E MÉDIO NEGÓCIOS COM O VENTURE CAPITAL NO BRASIL	30
4 RESPONSABILIDADE CIVIL NAS OPERAÇÕES DE VENTURE CAPITAL ..	35
4.1 VISÃO GERAL SOBRE VENTURE CAPITAL - ESTÁGIOS DE INVESTIMENTO	35
4.2 RESPONSABILIDADE CIVIL	37
4.3 RESPONSABILIDADE CIVIL DOS SÓCIOS NOS CONTRATOS DE INVESTIMENTO	42
4.4 RESPONSABILIDADE CIVIL DOS INVESTIDORES NOS CONTRATOS DE INVESTIMENTO	46
5 CENÁRIO LEGAL BRASILEIRO CONTEMPORÂNEO	49
5.1 LEI DE INVESTIMENTO ANJO	49
5.2 MARCO LEGAL DAS STARTUPS	50
5.3 JURISPRUDÊNCIA	52
CONSIDERAÇÕES FINAIS	56
REFERÊNCIAS	58

INTRODUÇÃO

É nítido que atualmente, no Brasil, os investimentos, de uma forma geral, vêm crescendo de modo acelerado e de uma forma generalizada. É possível citar, por exemplo, o crescimento dos Ingressos Líquidos em Investimento Diretos no País (IDP), que totalizou US\$ 4.709.100.000,00 (quatro bilhões, setecentos e nove milhões e cem mil dólares americanos)¹ em janeiro de 2022, alta de 35,4% em relação ao mesmo mês do ano passado, segundo nota divulgada pelo Banco Central do Brasil. Já em julho de 2022, este número chegou a US\$ 7.700.000.000,00 (sete bilhões e setecentos milhões de dólares americanos)², representando um aumento de mais de 85% em relação ao mesmo período do ano anterior.

Ainda, é possível elencar também os investimentos no mercado de venture capital, uma outra modalidade de investimento que será tratada mais a frente, que recebeu R\$ 33.500.000.000,00 (trinta e três bilhões e quinhentos milhões de reais)³ em investimentos, nos primeiros nove meses de 2021, representando um crescimento de 205% ante ao ano anterior, conforme publicado pela pesquisa trimestral realizada pela Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP) em parceria com a KPMG, que também divulgou os dados elencados abaixo:

QUADRO 1 – INVESTIMENTO NOS PRIMEIROS NOVE MESES DE 2021⁴

	3º tri 2020	3º tri 2021	Jan - set 2020	Jan - set 2021
Investimentos - Venture Capital (R\$ Bi)	5,3	11,1	11,0	33,5
Empresas Investidas*	66	85	147	226

* total de empresas investidas considerada apenas aquelas com valores divulgados.

¹ Nota Econômico-Financeira - Estatísticas do Setor Externo, divulgada no dia 23 de fevereiro de 2022, pelo Banco Central do Brasil: BANCO CENTRAL. *Estatísticas do setor externo* – todas as publicações. Brasília: Banco Central, 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/historicosetorexterno>. Acesso em: 05 set. 2022.

² Nota Econômico-Financeira - Estatísticas do Setor Externo, divulgada no dia 26 de setembro de 2022, pelo Banco Central do Brasil: BANCO CENTRAL. *Estatísticas do setor externo* – todas as publicações. Brasília: Banco Central, 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/historicosetorexterno>. Acesso em: 05 set. 2022.

³ Pesquisa realizada pela: ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL (ABVCAP). *Investimento em venture capital em 2021 é recorde e alcança R\$ 33,5 bilhões*. [S.l.]: ABVCAP, KPMG. Publicado em 01 out. 2021. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/sala-de-imprensa/noticias-abvcap.aspx?id=5119>. Acesso em: 05 set. 2022.

⁴ Idem.

Logo, devido a esses significativos aumentos e a crescente demanda nesta área, principalmente em torno do venture capital, que apresentou crescimento exorbitante, torna-se relevante seu estudo e, conseqüentemente, o estudo da responsabilidade civil de cada uma das partes envolvidas nos contratos de investimentos ligados a esta modalidade.

O venture capital, podendo ser chamado também de capital de risco, é uma das diversas modalidades de investimento existente atualmente. Esta modalidade tem como objetivo investir em empresas⁵ de pequeno ou médio porte (*startups*), mas que possuem grande potencial de crescimento. Essas empresas, por serem novas no mercado, normalmente precisam atrair o capital de investidores, devido ao baixo faturamento, dessa forma, ao entrar caixa por meio dos investimentos aportados, a empresa consegue crescer, contribuindo para a criação e o aumento do seu valor no mercado.

Nos casos em que a empresa realmente cresce e tem seu valor de mercado aumentado, o investidor poderá vender sua participação acionária e obter lucros significativos por meio desta, todavia, vale ressaltar que este é um investimento de alto risco e que nem todos os investidores conseguem obter tal lucro, sendo assim, comum que haja discussões acerca da responsabilidade civil de cada parte perante os investimentos fracassados.

Nesta modalidade de investimento, como em todas as outras, é comum que os investidores tentem minimizar sua responsabilidade civil diante dos riscos da atividade, maximizando a responsabilidade civil dos sócios e fundadores, tendo em vista que na maioria dos investimentos a força negocial privilegia o investidor.

Desse modo, o presente trabalho tem o intuito de compreender melhor o funcionamento dos investimentos, mais especificamente sobre a responsabilidade civil dos sócios e dos investidores diante destes contratos, com uma visão voltada para a modalidade venture capital, para assim, verificarmos suas conseqüências, ou seja, os problemas que ela pode acarretar para cada uma das partes e para o mercado de uma forma geral.

Diante do exposto acima, o trabalho irá analisar a responsabilidade civil de cada uma das partes, demonstrando as hipóteses em que o investidor possui uma maior proteção em relação ao empreendedor. Assim, caberá, portanto, verificar como

⁵ O termo empresa será utilizado para se referir ao gênero das sociedades empresárias.

são os contratos de investimento e as modalidades, como se dá e se define o venture capital e, dentro desses objetivos, questionar: como são elencadas as responsabilidades civis existentes para os sócios e para os investidores dentro dos contratos de investimento de operações venture capital e, por fim, é possível traçar um paralelo entre as responsabilidades civis e o ordenamento jurídico brasileiro atual?

Em complemento, para o desenvolvimento do tema foi-se utilizado o método de referências bibliográficas e documental, por meio da análise do ordenamento jurídico, ou seja, do estudo das obras dos principais autores da área, da jurisprudência e da Legislação aplicável, com a finalidade de analisar a responsabilidade civil dos sócios e dos investidores, nos contratos de investimento, mais especificamente dentro do venture capital, para que seja compreendida a forma como o tema se desenvolve atualmente e suas consequências para as partes e para o mercado de uma forma geral.

1 MERCADO DE CAPITAIS

O Mercado de Capitais faz parte do sistema financeiro e tem como principal finalidade intermediar negociações de investimentos, ou seja, é um mercado intermediador entre quem quer arrecadar dinheiro (empresas) e quem quer investir o seu dinheiro (pessoas físicas e/ou investidores profissionais). É através do Mercado de Capitais que os ativos, regulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM)⁶, como ações, debêntures, fundos de investimento, entre outros, são negociados. De forma geral, é por meio destes ativos que as empresas fazem suas captações, para assim, estarem aptas a realizar algum tipo de melhoria, aumentar a sua capacidade produtiva ou até comprar outra empresa que agregue no negócio. Já os investidores, que possuem tais recursos disponíveis, buscam aplicá-los em negócios rentáveis, com o fim de adquirir lucro.

As negociações no Mercado de Capitais estão cada vez mais comuns e significativas no Brasil, tanto que o número de investidores pessoa física atingiu a marca de 4,304 milhões em março de 2022⁷, um crescimento de 43,7% em relação ao número obtido em março do ano anterior. Isto quer dizer que, os brasileiros estão mais interessados em investir o seu dinheiro e entrar no mundo do Mercado de Capitais – que está em alta atualmente – com o objetivo de se favorecerem economicamente.

Portanto, verifica-se que os investimentos são o ponto central do Mercado de Capitais, existindo este apenas em razão das diversas negociações e modalidades de investimentos disponíveis. Sendo assim, resta-se indispensável o estudo mais aprofundado do conceito de investimento, com o intuito de dar embasamento ao estudado neste trabalho.

⁶ Comissão de Valores Mobiliários: órgão regulador do mercado de capitais, sendo responsável por definir regras de negociação dos valores mobiliários às empresas, às instituições financeiras e aos investidores.

⁷ MOREIRA, Felipe. *B3 (B3SA3): número de investidores pessoa física sobe 43,7% em março; volume médio diário em ações cai 12,6%*. São Paulo: Infomoney. Publicado em 11 abr. 2022. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/b3-b3sa3-numero-de-investidores-pessoa-fisica-sobe-437-em-marco-volume-medio-diario-em-aco-es-cai-126/> Acesso em: 15 out. 2022.

1.1 INVESTIMENTO E SUAS PARTES

1.1.1 Investimento

Como apresentado anteriormente, estão disponíveis diversas modalidades de investimento no cenário atual, todavia, tendo em vista que o Mercado de Capitais é um mercado criado para a negociação de ativos financeiros, é apropriado discorrer acerca do chamado investimento financeiro. O investimento financeiro é aquele em que o investidor (classificado abaixo) aplica os seus recursos (bens financeiros ou materiais) em ativos financeiros, criando-se assim uma relação contratual, com o objetivo de obter retorno superior ao aplicado, em um determinado período de tempo (curto, médio ou longo), de acordo com a individualidade de cada investidor.

Os ativos financeiros são os produtos disponíveis no mercado financeiro de capitais para serem negociados. Tais ativos são classificados como não-físicos e intangíveis, isto é, bens ou mercadorias que são representadas e existentes apenas através de documentos, não tendo qualquer tipo de ilustração no mundo físico – ou seja, são ativos que não existem no mundo real. São exemplos de tal modalidade: (i) as ações; (ii) os depósitos bancários; (iii) os títulos de crédito⁸; (iv) as *commodities*; etc. Sendo o investimento em ações o mais relevante para este estudo, essa será a modalidade detalhada em seguida.

Para o jurista Coelho⁹, “as ações são valores mobiliários representativos de unidade do capital social de uma sociedade anônima, que conferem aos seus titulares um complexo de direitos e deveres”, ou seja, as ações são títulos patrimoniais representativos do capital social¹⁰ da sociedade anônima (ou sociedade por ação). Assim, o investimento que tem como objeto ações, possibilita que o investidor obtenha para si: (i) certa porcentagem daquela empresa; e (ii) distintos direitos e distintas garantias a depender do tipo de ação negociado.

As ações são classificadas em detrimento de sua espécie, classe e forma. As espécies de ações são: (a) Ordinárias, aquelas que conferem aos seus titulares os direitos trazidos pela lei aos acionistas comuns, ou seja, direitos que são destinados usualmente aos sócios; (b) Preferenciais, aquelas que conferem aos seus titulares

⁸ Títulos de Crédito: Os títulos de crédito são títulos representativos de obrigações pecuniárias.

⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. *Manual de Direito Comercial*. 23. ed. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 225.

¹⁰ Capital Social: Valor bruto inicial investido na empresa por cada um dos fundadores.

direitos diferenciados, como por exemplo o direito ao voto – importante ressaltar que para serem negociadas dentro do Mercado de Capitais, deve-se atribuir a elas pelo menos uma das preferências ou vantagens expressamente dispostas no parágrafo 1º do artigo 17 da Lei das Sociedades Anônimas (LSA)¹¹; e (c) De Fruição, aquelas atribuídas aos acionistas que tiveram suas ações totalmente amortizadas, conferindo aos seus titulares os mesmos direitos das ações ordinárias e preferenciais.

Seguindo, as ações preferenciais podem ser divididas em classes, conforme direitos e restrições impostos no estatuto da empresa. Já as ações ordinárias só poderão ser divididas em classe quando determinado pelo estatuto da companhia fechada (vide artigo 16 da LSA), logo, as ações ordinárias das companhias abertas não poderão ser divididas em classe (vide artigo 15 §1º da LSA¹²).

Quanto à forma, as ações podem ser divididas em nominativas ou escriturais. As ações nominativas obrigatoriamente devem fazer constar o nome de seu titular em registro no livro próprio da sociedade emissora, assim sendo, toda movimentação precisa ser documentada. Em contrapartida, as ações escriturais são mantidas em contas de depósito, não possuindo documentação física.

Além de ser necessário compreender o conceito de investimento, os tipos de ações e as características de cada uma delas, é preciso também examinar os sujeitos envolvidos neste tipo de negociação – de ativos financeiros-, para que posteriormente seja possível assimilar o papel de cada um deles diante do investimento e suas responsabilidades.

1.1.2 Partes

De forma geral, as figuras que possuem maior relevância em um investimento financeiro são: o(s) sócio(s) e o(s) investidor(es), partes que serão definidas abaixo.

1.1.2.1 Sócio

O Sócio de uma empresa é aquele que possui parte dela, ou seja, é detentor de uma fração de seu capital social – podendo esta fração ser pequena ou até mesmo

¹¹ BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 16 out. 2022.

¹² Idem.

a maior parte da companhia. Isto posto, é comum que as empresas possuam mais de um sócio, alguns com uma parte acionária maior e outros com uma parte acionária menor. O sócio que parte acionária maior, correspondente a mais da metade do capital social é o chamado sócio majoritário, possuindo este, maior poder de voto nas decisões societárias.

Além disso, os sócios podem ser divididos em três grupos: sócio fundador, sócio administrador e sócio quotista. O sócio fundador (podendo ser um ou mais de um) é quem idealiza todo o negócio, ou seja, é aquele que tem a ideia e a executa, com a coragem necessária para dar início à sociedade, tornando-se o dono do projeto. Este tipo de sócio é aquele que possui maior grau de conhecimento da empresa e, no início, é ele quem irá apresentá-la aos demais. É importante ressaltar que o fundador não necessariamente possui participação ativa na empresa, mas é ele quem irá tomar decisões com o objetivo de expandir os negócios e atrair lucro.

Já o sócio administrador é o responsável pela parte de gestão da empresa, tendo autonomia para tomar decisões do cotidiano da companhia com o objetivo de atingir as metas traçadas pelos sócios, sendo remunerado via pró-labore por este trabalho. Por fim, o sócio quotista é quem possui pequena quantidade de quotas da companhia, ou seja, é aquele que possui pequena participação em uma sociedade limitada. No caso das sociedades anônimas, a nomenclatura utilizada não será a de sócio quotista e sim a de acionista, pois neste caso eles serão detentores de pequena quantidade de ações ou invés de quotas, o que significa que a sociedade é uma sociedade anônima.

1.1.2.2 Investidor

O investidor é aquele que aplica recursos financeiros em uma determinada empresa, com o objetivo de obter um retorno financeiro maior do que o valor investido. Dessa forma, o único papel do investidor é o de aportar capital na empresa, sendo remunerado na proporção deste investimento. É importante destacar que os investidores não são responsáveis pela dívida da empresa, diferentemente dos sócios, que podem ser responsabilizados e serem obrigados a arcar com tais custos.

Com isso, chega-se à conclusão de que os investidores, por meio do investimento realizado – que são celebrados através de contratos de investimento – tornar-se-ão os sócios quotistas ou acionistas, a depender do tipo societário, das

companhias investidas. Portanto, para que seja compreendida tal relação comercial, será necessário abordar a definição dos contratos e analisar as modalidades de contratos de investimentos aplicáveis dentro do venture capital.

2 CONTRATOS

O contrato é uma modalidade de negócio jurídico, que se baseia na vontade consensual das partes – bilateral ou plurilateral – gerando obrigações para cada uma delas. É por meio deste que o objetivo das partes será alcançado, com o uso de cláusulas que tenham como base a legislação. O Código Civil Alemão (BGB) foi o primeiro a definir seu significado, que segundo Larenz era definido como:

Negócio jurídico é um ato, ou uma pluralidade de atos entre si relacionados, quer sejam de uma ou de várias pessoas, que tem por fim produzir efeitos jurídicos, modificações não relações jurídicas no âmbito do Direito Privado¹³.

Já para o jurista brasileiro Lotufo “[...] negócio jurídico é o meio para a realização da autonomia privada, ou seja, a *atividade e potestade* criadoras, modificadoras ou extintoras de relações jurídicas entre particulares”¹⁴, além disso, para Amaral:

[...] por negócio jurídico deve-se entender a declaração de vontade privada destinada a produzir efeitos que o agente pretende e o direito reconhece. [...] De qualquer modo, o negócio jurídico é o meio de realização da autonomia privada, e o contrato é seu símbolo¹⁵.

Isto posto, constata-se que o negócio jurídico se fundamenta na vontade das partes relacionadas a ele, garantindo assim a autonomia privada, ou seja, o negócio jurídico é o meio para criar, modificar ou extinguir as relações jurídicas entre particulares, por intermédio de um contrato. Todavia, é importante ressaltar que o Código Civil de 2002¹⁶ trouxe uma alteração em relação ao antigo Código Civil¹⁷ (Lei n. 3.071 de 1 de janeiro de 1916) no que concerne à autonomia privada, devendo esta não mais possuir caráter individualista e estar de acordo com a socialização do direito contemporâneo, respeitando a função social da propriedade e a dignidade da pessoa humana.

Dessa forma, os valores coletivos devem prevalecer em relação aos valores individuais e, ainda, devem estar presentes nos contratos critérios como a equidade e

¹³ LARENZ, Karl. *Derecho Civil: parte general*. Trad. Esp. Caracas: Edersa, 1978, p. 421.

¹⁴ LOTUFO, Renan. *Código Civil Comentado – vol. 1*. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 271.

¹⁵ AMARAL, Francisco. *Da irretroatividade da condição suspensiva no direito civil brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1984, p. 359-360.

¹⁶ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 14 out. 2022.

¹⁷ BRASIL. Lei nº 3.071 de 1 de janeiro de 1916 (revogada pela Lei n. 10.406 de 10 de janeiro de 2002). Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l3071.htm. Acesso em: 16 out. 2022.

a boa-fé. Destarte, o Código Civil¹⁸ dispõe em seus artigos 421 e 422, respectivamente: “A liberdade contratual será exercida nos limites da função social do contrato”. “Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé”.

Outrossim, diante de todo o apresentado, é clara a importância dos contratos para a sociedade atual, uma vez que são eles que instituem segurança jurídica aos acordos e negócios e, conseqüentemente, às partes envolvidas, servindo como garantia para o cumprimento das obrigações que nele constam e para evitar conflitos no futuro. É mediante o contrato que as partes definirão garantias, aplicáveis caso sejam prejudicadas indevidamente, com a finalidade de nenhuma delas ter demasiado prejuízo.

Assim, serão abordadas a seguir algumas características gerais próprias dos contratos.

2.1 CRIAÇÃO, CONSERVAÇÃO, MODIFICAÇÃO E EXTINÇÃO DE DIREITOS

Como abordado anteriormente, os contratos são um acordo de vontades, que possuem o objetivo de criar, conservar, modificar ou extinguir determinado direito. Assim, é possível perceber que os objetivos principais dos contratos são justamente esses, o de criar, o de conservar, o de modificar e o de extinguir direitos e obrigações.

É por meio da criação de um direito que ele é adquirido, ocorrendo quando há a incorporação do próprio direito ao patrimônio e à personalidade de seu titular. Quanto à conservação, esta se dá na medida em que os titulares conservam seus direitos, podendo fazer uso de providências preventivas (visando garantir o direito contra violação futura) ou providências repressivas (visando restaurar o direito já violado), judiciais ou extrajudiciais. Conforme disposição da Constituição Federal¹⁹ “a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito” (artigo 5º, XXXV), ou seja, todo direito deve ser assegurado pelo judiciário, quando lesionado ou ameaçado.

¹⁸ O termo Código Civil será utilizado para se referir ao atual Código Civil (BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 14 out. 2022).

¹⁹ O termo Constituição Federal será utilizado para se referir à Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.

Já a modificação de direitos ocorre da mutação destes, no que se refere aos sujeitos (subjativa), ao objeto (objetiva) ou ambos. Isso porque, direitos nem sempre permanecem inalterados e com as suas características iniciais conservadas, em razão da manifestação da vontade das partes nesse sentido. Nesse sentido, assevera Serpa Lopes:

Sem sacrifício de sua integridade específica e lógica, os direitos são suscetíveis de modificação, quer em relação aos seus respectivos titulares, quer em relação ao seu conteúdo. Essa modificação pode ocorrer, seja para elevar a intensidade da eficácia do negócio jurídico, seja para diminuí-la, enquanto que se pode encontrar igualmente uma categoria que não implique nem em aumento nem em diminuição dessa eficácia, como no caso de apenas ser alterada a cláusula referente ao lugar de execução da obrigação²⁰.

Por fim, a extinção de direitos pode suceder por diferentes motivos, tais como: perecimento do objeto sobre o qual o direito recai (objetiva), falecimento do detentor de direito personalíssimo (subjativa), prescrição e decadência (vínculo jurídico), dentre outros. Todavia, é importante ressaltar que não se confunde *perda* e *extinção* de direitos – a primeira passa de um titular para outro, logo, há substituição de sujeitos. No segundo caso, em contrapartida, não há substituição de sujeitos, pois nesta situação o direito não pode ser exercido por seu sujeito atual, nem tampouco por qualquer outro.

2.2 REQUISITOS DE EXISTÊNCIA

Existem três requisitos de existência aplicáveis aos contratos, que são: a declaração de vontade, a finalidade negocial e a idoneidade do objeto – faltando um destes, o negócio inexistente.

A declaração da vontade é o instrumento utilizado para que fique comprovada a vontade das partes. Tal declaração é um pressuposto indispensável dos contratos, em razão da obrigatoriedade de cada uma das partes exteriorizar suas vontades, para que o direito considere o contrato como existente, já que a simples vontade (sem exteriorização) não é capaz de fazer com que os contratos produzam efeitos. Nesse sentido, dispõe Pereira:

[...] a vontade interna ou real é o que traz a força jurígena, mas é a sua exteriorização pela declaração que a torna conhecida, o que permite dizer

²⁰ LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil* – vol. 1. 5. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos. 1917, p. 353.

que a produção de efeitos é um resultado da vontade mais que esta não basta sem a manifestação exterior²¹.

Já a finalidade negocial trata-se da intenção principal dos contratos, que é: criar, conservar, modificar ou extinguir direitos e obrigações. A finalidade negocial nada mais é do que uma faculdade que as partes possuem, mediante a declaração da vontade, de criar, conservar, modificar ou extinguir algum direito e/ou obrigação através do contrato. Dessa forma, para que o contrato seja considerado existente, é necessário que se tenha a manifestação de vontade juntamente com a finalidade negocial, assim, caso seja desejo das partes, o acordado no contrato produzirá seus devidos efeitos.

Por fim, acerca da idoneidade do objeto Amaral explica que: “O objeto jurídico deve ser idôneo, isto é, deve apresentar os requisitos ou qualidades que a lei exige para que o negócio produza os efeitos desejados”²². Logo, significa que para o objeto do contrato seja um objeto idôneo, ele necessariamente deve estar de acordo com determinações dispostas na lei, assim, por exemplo, caso as partes queiram celebrar um contrato de mútuo (empréstimo de coisas fungíveis) o objeto deste contrato deve ser coisa fungível²³, para que sejam produzidos os efeitos pretendidos com a assinatura de tal contrato.

2.3 REQUISITOS DE VALIDADE

O Contrato deve observar os requisitos de validade do negócio jurídico, dispostos no artigo 104 do Código Civil.

Artigo 104. A validade do negócio jurídico requer:
I - agente capaz;
II - objeto lícito, possível, determinado ou determinável;
III - forma prescrita ou não defesa em lei²⁴.

O artigo em análise prevê que os negócios jurídicos, aqui sendo analisado os contratos, devem estar compostos com estes três requisitos, concomitantemente,

²¹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Condomínio e incorporações*. 4 ed. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 307-308.

²² AMARAL, Francisco. *Da irretroatividade da condição suspensiva no direito civil brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1984, p. 394.

²³ Coisa Fungível: coisa fungível é o objeto que pode ser substituído por outro de igual espécie, qualidade e quantidade (vide artigo 85 do Código Civil).

²⁴ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em 14 out. 2022.

para que sejam considerados negócios jurídicos legítimos e para que a vontade das partes seja considerada como válida dentro do mundo jurídico. Caso alguma dessas três disposições não esteja presente nos contratos, esta falta produzirá nulidade relativa (vide artigo 171, I do Código Civil) ou até nulidade absoluta (vide artigo 166 do Código Civil).

Em adição a isto, para melhor compreensão, agente capaz é aquele que tem capacidade e aptidão para exercer seus direitos e contrair obrigações diante do Direito Civil, logo, o agente não poderá apresentar qualquer incapacidade – absoluta ou, tampouco, relativa. A incapacidade absoluta, conforme determinado pela lei, no artigo 3º do Código Civil são os menores de 16 anos. Já os relativamente incapazes, definidos no artigo 4º do Código Civil, são os maiores de 16 e menores de dezoito anos, os viciados em tóxicos, os que não puderem exprimir sua vontade (por causa transitória ou permanente) e os pródigos. Ainda, devem ser observadas as exceções previstas no artigo 5º do Código Civil, exceções estas que cessam a incapacidade para os menores²⁵.

Quanto ao inciso II do artigo 104 do Código Civil, o objeto lícito é o que está de acordo com a lei. Dessa forma, requer que a matéria disposta nos contratos esteja em conformidade com a lei, a moral, os costumes e a ordem pública. O objeto possível é aquele tido como realizável, ou seja, tudo aquilo que estiver de acordo com as forças humanas ou as forças da natureza, é considerado como possível e, dessa forma, poderá ser matéria de contrato. Já o objeto determinado é aquele que especificado no próprio ato e, se não determinado, deve ser ao menos determinável, ou seja, que pode e será especificado em momento posterior, em razão de algum critério a ser observado.

Em relação ao inciso III do artigo 104 do Código Civil, este determina que os negócios jurídicos sigam as formas prescrita em lei, se existir. Todavia, caso não haja uma forma pré-determinada na lei, o negócio jurídico poderá ser livremente acordado²⁶.

Dessa forma, o contrato precisa ser celebrado por agente capaz, ter objeto lícito, possível, determinado ou determinável e seguir a forma prescrita na lei, se aplicável para ser considerado válido no mundo jurídico. Ainda, segundo a doutrinadora Diniz:

²⁵ Idem.

²⁶ Idem.

[...] contrato é o acordo de duas ou mais vontades, na conformidade da ordem jurídica, destinado a estabelecer uma regulamentação de interesses entre as partes, com o escopo de adquirir, modificar ou extinguir relações jurídicas de natureza patrimonial²⁷.

Portanto, o contrato é o instrumento, por meio do qual, duas ou mais partes celebram um acordo consensual de suas vontades, que regulamenta seus interesses, observando sempre o disposto em lei.

Assim, é possível perceber que sendo de interesse das partes constituir qualquer tipo de investimento, este deverá ser formalizado por meio de um contrato (contendo as características aqui apresentadas), o chamado “contrato de investimento”.

2.4 CONTRATOS DE INVESTIMENTO

O contrato de investimento é o instrumento pelo qual, traz-se segurança jurídica para o investimento, por meio dos fundamentos legais e jurídicos que regem este tipo de contrato, a fim de alinhar as expectativas de todas as partes que dele participem. Os contratos de investimento, de uma forma geral, são contratos celebrados entre o sócio ou os sócios de uma empresa (que visa investimentos) e um ou mais investidores (pessoa física ou jurídica com capacidade de investimento), regulando a relação jurídica entre eles. Todavia, é normal que empreendedores fiquem inseguros ao formalizarem contratos de investimento, pois muitas vezes eles sentem medo de perderem o controle da empresa ou até por não estarem certos da viabilidade do contrato e de suas consequências.

Existem diversas modalidades de contratos de investimento dentro do mercado brasileiro e mundial, porém, há um elemento em comum entre todos eles: o investidor realiza o aporte (contribuição financeira) visando a divisão dos lucros, de todo modo, o contrato de investimento visa o crescimento de uma empresa com grande potencial, no qual o investidor realiza um aporte e obtém a divisão dos resultados em conjunto com os sócios do negócio.

É muito comum este tipo de contrato em *startups* (que vem atraindo investidores), pelo caráter inovador e pela possibilidade de retornos mais altos, apesar do risco – esta modalidade recebe o nome de Venture Capital e será definida no

²⁷ DINIZ, Maria Helena. *Curso de Direito civil brasileiro* – Vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 30.

próximo capítulo. A modalidade de investimento venture capital desenvolveu padrões para serem aplicados no processo de seleção e aplicação do capital em novas empresas, que podem ser resumidos nas seguintes etapas: (i) origem; (ii) análise acerca do investimento; (iii) auditoria preliminar; (iv) contratos preliminares; e (v) proposta de investimento – tendo em vista que o presente estudo tem maior ênfase nos contratos de investimento, serão abordados mais profundamente os pontos (iv) e (v) – contratos preliminares e contratos definitivos – sendo estes os principais contratos de um investimento na modalidade venture capital.

2.4.1 Contratos Preliminares

O contrato preliminar, também denominado como Term-Sheet, é um tipo de contrato previsto no texto legal nos artigos 462 e 466 do Código Civil. O artigo 462 do Código Civil dispõe que o contrato preliminar deve conter todos os requisitos essenciais do contrato definitivo, salvo aqueles em relação à forma. Desse modo, os requisitos de validade dos negócios jurídicos (presentes no artigo 104 do Código Civil) – já analisados neste trabalho – deverão ser respeitados também no momento de elaboração dos contratos preliminares, como explica Tartuce²⁸.

O Term-Sheet, termo utilizado no mercado de venture capital, cria a expectativa de que as partes irão celebrar um contrato de investimento, todavia, antes disso, é necessário que algumas obrigações faltantes sejam cumpridas. Sendo assim, sabendo que os contratos preliminares são elaborados após a auditoria, é neste momento que são reconhecidas tais obrigações faltantes, já que são detidas informações de grande relevância da empresa e do investimento. Logo, essas informações serão as utilizadas na preparação do Term-Sheet.

Em vista disso, o Term-Sheet é o documento inicial dentro do processo de investimento. Este documento tem fácil elaboração, pois é um contrato simplificado que contém apenas os principais termos e condições do investimento que está sendo negociado, tendo como objetivo principal dispor acerca dos direitos e das obrigações de cada parte, facilitando a elaboração dos documentos definitivos (posteriores). Por conseguinte, não restam dúvidas de que este é um documento crucial na negociação

²⁸ TARTUCE, Flávio. *Teoria Geral do Contratos e Contratos em Espécie*. São Paulo: Editora Método. 10ª Edição. 2015, p. 147.

de investimentos de venture capital, pois é determinado, por meio dele, o grau do risco que o investidor correrá caso entre neste acordo e suas chances de minimizá-lo.

2.4.2 Contratos Definitivos

2.4.2.1 Equity

Os contratos definitivos são elaborados quando são conclusas as negociações das obrigações faltantes, conforme disposto no Term-Sheet. Considerando que grande parte dos termos da negociação já foram deliberados no contrato preliminar assinado entre as partes, neste momento não haverá novidades negociais, tão pouco materiais, mas sim uma formalização das disposições já negociadas, em três principais documentos: Estatuto Social, Acordo de Investimento e Acordo de Acionistas.

O Estatuto Social é o documento que apresenta uma visão geral da própria sociedade, de sua governança, além de constituir e regulamentar os direitos e deveres de seus sócios e apresentar as diferentes categorias de ações. O Acordo de Investimento prevê os termos e condições da aquisição da participação no capital social da empresa (investimento), e regulamenta o vínculo dos acionistas na empresa. Já o Acordo de Acionistas, em concordância com o apresentado no artigo 118 da LSA, deve versar sobre “a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle”. A execução de qualquer destes três documentos citados visa garantir a eficácia dos objetos negociados e, conseqüentemente, que estes possam vir a ser exigidos de forma eficiente tanto na via extrajudicial quanto na via judicial.

2.4.2.2 Debit

Atentando para o fato de que os investimentos em venture capital são baseados em participação acionária, logo após o investimento ser finalizado e os investidores serem incluídos no quadro societário da empresa, o contrato passa a ter importância secundária, pois neste momento as previsões contratuais são reproduzidas nos documentos de governança da própria empresa, ou seja, a relação contratual entre as partes sucede para uma relação societária.

Todavia, no caso dos débitos, como as debêntures ou contratos de mútuo conversível, a relação entre as partes se mantém a estabelecida no contrato, até o momento efetivo da conversão. O contrato de mútuo conversível é uma das modalidades de débito mais utilizada no Brasil para investimentos em *startups*, nestes contratos a empresa constitui uma dívida com os investidores, que poderá (ou não) ser convertida em ações/ participação societária.

Por conseguinte, será analisado o conceito de venture capital para melhor entendimento dos conceitos apresentados neste capítulo e para o eficaz prosseguimento deste trabalho.

3 VENTURE CAPITAL

É importante pontuar que o advogado e o operador do Direito devem estar preparados e informados quando forem responsáveis acerca da estruturação de um determinado negócio e ter sempre a consciência daquilo que cada investidor deseja. O investidor, por sua vez, desejará uma forma de investimento que melhor lhe permita ter um retorno financeiro possível e dentro dos riscos assumidos, de forma que, normalmente, no médio e longo prazo, se faz necessário entender como se dará essas operações por meio do venture capital. E em outro ponto de análise de inflexão, como será visto mais a seguir, abordar a responsabilidade civil neste passo.

Como já mencionado, o investidor não é o sócio e não ocupa um cargo de administração, todavia, este poderá – e deverá – ser visto como um credor da sociedade, não sendo possível, em regra, ser cogitada uma possível responsabilização de qualquer obrigação da sociedade para com ele e ele com ela.

No entanto, caso o investidor ingresse como sócio, e este tenha a ocupação na administração do negócio, influenciando a tomada de decisão, certamente traz ao estudo um maior risco de eventual responsabilização, o que será visto no próximo capítulo. Neste passo, é importante definir o que é o venture capital, como se formou e sua origem no mercado financeiro.

Além disso, sobre a origem e a história do venture Capital, de forma simples e sucinta, sem procurar esgotar o assunto, mas, apresentá-lo de forma didática a fim de construir um panorama sobre o que é e como pode ser entendido não somente ao mercado de capitais, mas para o operador do Direito enquanto acadêmico e aplicador das legislações vigentes.

3.1 DEFINIÇÃO

Para definir o venture capital – ou capital de risco – é primeiro preciso entender como ele é utilizado. De acordo com a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI)²⁹, ele é uma das formas de investimento para as empresas que se

²⁹ AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI). *Estudo Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores*. Coordenado por Cássio Marx Rabello da Costa. Brasília: ABDI, 2011.

encontram em fase operacional, ou seja, em fase inicial de comercialização de produto ou serviço. A ABDI³⁰ explica no Estudo de Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores que o venture capital está disposto aos investimentos para as empresas que já atingiram sua fase de comercialização plena de produtos e possui uma projeção de rápida expansão, no sentido de que os recursos da empresa poderão e irão suportar a geração interna de caixa para ampliar e comercializar essa melhoria do produto, aumentando, portanto, a capacidade produtiva.

Da mesma forma que é entendido como um tipo de investimento, o venture capital está vinculado aos investimentos em empresas que estão em estágios de consolidação mais iniciais. Carvalho³¹ explica que a indústria tanto da private equity quanto de venture capital se compõe por quatro participantes: organizações gestoras, veículos de investimento, investidores e empresas investidas, conforme o esquema apresentado a seguir elaborado por esta aluna:

FIGURA 1 – COMPOSIÇÃO DO VENTURE CAPITAL³²



³⁰ Idem.

³¹ CARVALHO, Antonio Gledson de (et al.). *A indústria de private equity e venture capital – primeiro censo brasileiro*. São Paulo: Editora Nonono, 2005. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13444/A_INDUSTRIA_DE_PRIVATE_EQUIITY_EVENTURE_CAPITAL_PRIMEIRO_CENSO_BRASILEIRO.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 11 out. 2022.

³² Elaborado pela aluna.

Apresenta-se que as organizações gestoras têm o escopo de administrar os veículos de investimento – no caso em análise, o venture capital – e os investidores, sendo aqueles que possuem a fonte dos recursos comprometidos com investimentos no setor, fazendo aportes de capital nos veículos de investimento. Explana Carvalho³³ que esse aporte dos veículos nas empresas investidas, em geral, pode ocorrer por meio da compra de uma participação acionária. Já em outros instrumentos financeiros, como as dívidas conversíveis em ações, tem-se a opção de compra, opção de venda e bônus de subscrição – *warrants* – que também são utilizados. Igualmente, os investimentos de private equity e venture capital são temporários e estão dispostos a longo prazo, enquanto os veículos costumam ter um prazo de duração limitado. E por fim, ao finalizar o prazo, as gestoras irão liquidar todos os investimentos e então retornar os proventos aos investidores.

No que condiz às organizações gestoras, essas possuem origem e forma estrutural diversa. No estudo de Carvalho³⁴, o autor definiu que o termo “organização” pode ser diferente de “empresa”, à medida que uma empresa poderá ser representada por mais de uma organização, exemplificando: as empresas possuem departamentos separados de private equity e venture capital – tais departamentos são considerados como organizações diferentes. No entanto, para redação desse estudo, organização e empresa será atribuída em um mesmo significado face, na atualidade, a produção acadêmica e as referências voltadas como sinônimos.

Goetles e Lerner³⁵ passam a definir o venture capital como aquele que se desenvolveu em um importante cenário no mercado financeiro de capitais, fornecendo maior capital para as empresas que tinham dificuldade de captação de financiamento. As empresas, pequenas e mais jovens, foram durante a grande depressão de 1929 atormentadas pela incerteza e por grandes diferenças entre empreendedores e investidores, como será visto no próximo subitem. Destarte, além dessas empresas normalmente possuírem poucos ativos tangíveis, operam naturalmente em um mercado que é modificado rapidamente. As finanças e as organizações de capitais de

³³ CARVALHO, Antonio Gledson de (et al.). *A indústria de private equity e venture capital – primeiro censo brasileiro*. São Paulo: Editora Nonono, 2005. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13444/A_INDUSTRIA_DE_PRIVATE_E_QUITY_EVENTURE_CAPITAL_PRIMEIRO_CENSO_BRASILEIRO.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 11 out. 2022.

³⁴ Idem.

³⁵ GOETLES, Paul; LERNER, Josh. *The venture capital Revolution*. [S.l.]: Journal of Economic Perspectives, vol. 15, n. 2, jan. 2001. Disponível em: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.15.2.145>. Acesso em: 11 out. 2022.

risco trazem a esses investimentos de alto risco um grande potencial de recompensa e, ainda, possibilita a compra de capital e a vinculação deste capital nas participações de empresas privadas. Gompers e Lerner³⁶ ilustram que a indústria do capital de risco se desenvolveu em uma variedade de mecanismos que buscou superar os problemas que surgem naturalmente durante o processo de investimento.

O venture capital é resultante da alta volatilidade da indústria do capital de risco. Como é explicado por Gompers³⁷, o autor informa que a volatilidade do mercado de capital pode ser encontrada de várias formas: (i) os fundos que advêm das empresas de capital de risco, contendo os investimentos que as empresas elaboram, quando não for bem elaborado, podendo causar mais instabilidade ainda; e (ii) com o desempenho financeiro de empresas de portfólio que naturalmente possuem capital de risco. Ou seja, todas as empresas que possuem a abertura de capital de risco encontram-se um mercado volátil. Essa instabilidade, de acordo com o autor³⁸, se vincula às avaliações que contém nos mercados de ações e o aumento das avaliações públicas iniciais que geram mais fundos às empresas de capital de risco.

Ainda na perspectiva de Gompers³⁹, como efeito dessa volatilidade, as empresas mais jovens possuem maior instabilidade e insegurança se esses fundos realmente obterão retorno, pois se correlaciona com o mercado como um todo e a empresa, normalmente, é emergente e possui uma estrutura menor do que outras bem maiores. O autor⁴⁰ explicou que aqueles que observam o mercado de capitais em consonância com a indústria, além da produção acadêmica e os pesquisadores, argumentam que a volatilidade da indústria do capital de risco é uma reação ao exagero dos investidores de risco e empreendedores no tocante às oportunidades de investimento que são percebidas na atualidade. Isso se justifica, portanto, pelas oscilações que são produto dos períodos em que existem muitas empresas financiadas, mas que existem mais tantas outras que não possuem acesso ao capital de risco e aos investidores.

Durante os períodos de 1969 a 1972, 1981 a 1983 e 1998 a 2000, são exemplos citados, houve problemas entre maior e menor acesso ao capital. Por

³⁶ Idem.

³⁷ GOMPERS, Paul (et al.). *Venture capital investment cycles: The impact of public markets*. [S.l.]: Journal of Financial Economics, vol. 87, n. 1, jan. 2008. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X07001419>. Acesso em: 11 out. 2022.

³⁸ Idem.

³⁹ Idem.

⁴⁰ Idem.

consequente, os investimentos durante esses períodos tiveram um crescimento vertiginoso e concentraram-se em poucas áreas. Soma-se também às consideráveis e mais dedicadas a apoiar as empresas, os exemplos: empresas de instrumentos científicos na década de 1960, fabricantes de hardware de computador pessoal na década de 1980 e varejistas da Internet e empresas de telecomunicações no final da década de 1990. Muitas áreas que seriam aparentemente promissoras ficaram sem acesso ao financiamento nestes períodos, à medida em que os investidores de risco corriam para concentrar seus investimentos nas áreas mais populares e mais visíveis⁴¹.

Finalizando essa parte de definição, no artigo de Magalhães⁴², explica-se que o venture capital surgiu a partir da necessidade de fomentar as pequenas empresas que se iniciavam nos Estados Unidos. O venture capital é a definição daquilo que se busca aos empreendedores: a possibilidade de dividir as experiências, riscos e fundos com as chamadas empresas gestoras e investidoras de capital.

Mencionando mais uma revisão bibliográfica, Meirelles⁴³ elucida que o venture capital e o private equity são “segmentos do mercado financeiro que consistem fundamentalmente em aporte temporário de capital”, de forma que se realizará através de uma participação no capital das empresas, que possuem um potencial crescimento e expectativa de grande valorização.

Meirelles ainda complementa:

A valorização da empresa permitirá ao fundo de VC/PE obter retorno com a venda da participação (desinvestimento) a médio ou longo prazo. O que torna venture capital (VC) uma classe de investimento diferente de private equity (PE) é o estágio de desenvolvimento das empresas que recebem o aporte de capital. Os investimentos do tipo VC são direcionados para empresas em estágios iniciais de seu desenvolvimento, além de apresentarem uma participação mais ativa dos gestores do fundo de VC nas empresas investidas [...] Já o termo private equity é comumente utilizado como sinônimo de investimentos em empresas amadurecidas, sem que isso necessariamente implique em menor envolvimento do gestor [...]⁴⁴.

⁴¹ Idem.

⁴² MAGALHÃES, Juliano Machado de (et al.). *Vantagens proporcionadas às pequenas e médias empresas por meio da união em redes de cooperação no contexto do venture capital*. Curitiba: Revista de Administração Contemporânea, vol. 13, n. 4, out./dez. 2009. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rac/a/NPmqdJ78LBq9SFxdLVmjTTP/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 11 out. 2022.

⁴³ MEIRELLES, Jorge Luís Faria (et al.). *Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica*. São Carlos: Revista Gestão e Prod., vol. 15, n. 1, jan./abr. 2008, p. 13. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/gp/a/hsngkDHTxbMkX96TwZFfZNF/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 12 out. 2022.

⁴⁴ Idem.

Complementa-se que essa expressão, “venture capital”, advém da língua inglesa e pode ser traduzida para a língua portuguesa como capital de risco ou capital empreendedor, como é encontrado em alguns artigos científicos, como no artigo de Pinto⁴⁵, Cherobim⁴⁶ e o livro de Pavani⁴⁷.

3.2 ORIGEM DO VENTURE CAPITAL / HISTÓRIA

O surgimento do venture capital se dá nos Estados Unidos, principalmente no início da década de 1930, dentre os debates de recurso para superar a fase da grande depressão que ocorreu em 1929. Anota-se que várias foram as propostas de lei encaminhadas ao Congresso norte-americano com o escopo de criar mecanismos de apoio ao mercado. No entanto, é fato que neste período nada que fora efetivo foi implementado, exceto o programa *Reconstruction Finance Corporation*, criado em 1932, com o esforço da administração no sentido de superar a grande depressão e visar a orientação das partes de recursos para as empresas⁴⁸.

Consequente, o período não somente passava pela depressão do mercado, como o governo aumentou a influência sobre a atividade econômica e o abandonou por algum tempo o problema de capitalização das empresas. Implementam-se pequenos programas vinculados às pequenas e médias empresas, mas somente àquelas que eram ligadas à guerra e ao apoio da guerra que já se iniciava. Luna⁴⁹

⁴⁵ PINTO, Luciane F. Gorgulho. *Capital de risco: uma alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológico – O caso do CONTEC*. Rio de Janeiro: Revista do BNDES, vol. 4, n. 7, jun. 1997. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/11176/1/RB%2007%20Capital%20de%20risco%20-%20uma%20alternativa%20de%20financiamento%20%c3%a0s%20pequenas%20e%20m%c3%a9di%20as%20empresas%20de%20base%20tecnol%c3%b3gica_P_BD.pdf. Acesso em: 12 out. 2022.

⁴⁶ CARVALHO, Antonio Gledson de (et al.). *A indústria de private equity e venture capital – primeiro censo brasileiro*. São Paulo: Editora Nonono, 2005. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13444/A_INDUSTRIA_DE_PRIVATE_EQUITY_EVENTURE_CAPITAL_PRIMEIRO_CENSO_BRASILEIRO.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 11 out. 2022.

⁴⁷ PAVANI, Claudia. *O capital de risco no Brasil: conceito, evolução e perspectivas*. Rio de Janeiro: E-papers, 2003.

⁴⁸ LUNA, Francisco Vidal. *Pequenas empresas e Médias Empresas e a atuação do venture capital*. São Paulo: Revista Tiberiça, vol. 18, jan./jun. 1983. Disponível em: http://historia_demografica.tripod.com/pesquisadores/paco/pdf-paco/ar25.pdf. Acesso em: 11 out. 2022.

⁴⁹ Idem.

ainda explica que no início da década de 1940, os eventuais mecanismos foram utilizados para modificar a função paternalista do Estado norte-americano.

A ideia de capital de risco começou a ser associada à possibilidade de risco do investidor, ainda na década de 1940, e em 1943, Luna⁵⁰ explica que o Presidente da *Securities and Exchange Commission* (SEC) passou a sugerir aos investidores que considerassem a hipótese de inserir parte de seus fundos em atividade de risco, como uma modalidade de aplicação que deveria ser formada por grupos de investidores.

Para complementar, em 1945, o Presidente da *Federal Reserve Bank of Boston*, Ralph Flanders, buscou uma parcela das aplicações das companhias de seguro e outros fundos fiduciários que pudessem ser aplicados aos ativos de característica de risco. Neste período, acreditou-se que a ordem de 5% não colocaria em risco a estabilidade financeira das empresas e firmas participantes, e por outro lado, passou a conceder um cenário para criar empreendimentos a partir dos recursos provenientes do capital de risco. Neste passo, em 1946, ainda sob a presidência de Ralph Flanders, foi organizado o primeiro venture capital dos Estados Unidos, *American Research and Development Corporation* (ARD), possuindo a própria gênese na formação da indústria dos Estados Unidos⁵¹. Neste sentido, a autora ainda complementa:

A ARD iniciou suas operações com um capital de US\$ 5 milhões, obtido de forma parcelada, através de várias ofertas públicas que atraíram pouco interesse dos investidores. Ao longo de sua vida de 26 anos de atividade, a sociedade enfrentou problemas dos mais sérios, principalmente nos seus primeiros anos de vida, quando os recursos com os quais contava, mostravam-se insuficientes para o nível de operações desejado pela administração⁵².

Dentro dessa perspectiva, Gompers⁵³ explica que existe, por parte dos investidores, uma reação exagerada por associarem, irracionalmente, os sucessos dos investimentos passados em oportunidades futuras de investimento. Ainda nesse mesmo pensamento, o autor informa que existe um movimento dentro do mercado de capitais que é chamado de seguir o “rebanho”, ou “efeito manada”, quando os investidores, mais cautelosos, se veem compelidos a seguir outros que procuram

⁵⁰ Idem.

⁵¹ Idem.

⁵² Ibidem, p. 7.

⁵³ GOMPERS, Paul (et al.). *Venture capital investment cycles: The impact of public markets*. [S.l.]: Journal of Financial Economics, vol. 87, n. 1, jan. 2008. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X07001419>. Acesso em: 11 out. 2022.

melhores investimentos. Historicamente, em 1999, as empresas que optaram por private equity foram alavancadas e, até compelidas, a apoiar as *startups* que se voltavam para o desenvolvimento da *internet*.

Essa é uma visão que avulta a volatilidade outrora já mencionada por Gompers⁵⁴, pois essa instabilidade da indústria do capital de risco decorre não de uma reação “exagerada”, mas sim, de uma volatilidade inerente ao mercado de capital em si. A visão do autor⁵⁵, neste sentido, está voltada para a flutuação da atividade de investimento de capital de risco, que, por sua vez, é uma resposta às mudanças nas oportunidades de investimento.

Por fim, Gompers⁵⁶ ainda menciona que ao se apresentar a importância de um setor específico à sociedade, como foi com a *internet*, a experiência em geral se volta para apontar em um melhor resultado, dando maior importância ao setor sugerido por esse “efeito manada” que foi mencionado logo no início. Parte da crítica do autor está voltada para o investimento em capital de risco ser considerado como um conglomerado de investimentos e contatos de um mesmo setor que, a partir do seu *networking*, traz maiores e boas oportunidades de investimento. Com o investimento, conseqüentemente, atribui-se um gerenciamento melhor do *know-how* da empresa em questão. Os contatos tanto de investidores como daquele que detém o *know-how*, traz uma longa e melhor experiência para os negócios que estão sendo investidos.

Essa questão é ampla e foi muito bem analisada por Gompers⁵⁷ em seu artigo, abordando que o capital de risco é impulsionado pela reação exagerada aos sinais do mercado público ou às mudanças nos fundamentos do setor – está relacionada a um fluxo substancial de pesquisa em economia financeira. Embora a hipótese permaneça controversa, o autor informa que existiu um crescente corpo de evidências que sugere que o mercado de ações reage exageradamente às notícias, particularmente em horizontes superiores a um ano, e mais adiante, insta inserir como consideração, como no próprio dia, como é o caso das oscilações na bolsa durante o início da pandemia de COVID-19⁵⁸. Mais recentemente, o investimento corporativo também

⁵⁴ Idem.

⁵⁵ Idem.

⁵⁶ Idem.

⁵⁷ Idem.

⁵⁸ Como ocorreu o *circuit breaker*: “Circuit breaker não é um evento comum e normalmente está relacionado a algum momento de crise ou cenário turbulento na economia, na política ou que possa impactar fortemente a sociedade, como uma pandemia, por exemplo. Em toda a história da Bolsa

mostrou ser afetado pela parcela não fundamental dos preços das ações. Em contraste com grande parte dessa literatura, esta análise sugere que a mudança dos sinais do mercado público reflete a mudança dos fundamentos.

No Brasil, muito se encontra a relação entre o private equity e o venture capital. De acordo com a obra de Carvalho⁵⁹, o primeiro grande ciclo da indústria no país começou a partir da abertura e estabilização da economia no início dos anos de 1990 e teve a sua conclusão marcada para a primeira leva de IPOs (*Initial Public Offering*) de empresas investidas de private equity e venture capital nos anos de 2004 e 2005. Explicou o autor que no fim de 2005, essas formas de capital já se encontravam perfeitamente estabelecidas no país, mas que, no entanto, não existiam informações sistematizadas e confiáveis sobre essa indústria ainda.

O Primeiro Censo Brasileiro da Indústria de private equity e venture capital se resulta em aproximadamente dois anos de trabalho que foi elaborado pelos escritores e estudiosos no projeto de criar e apresentar as informações sistematizadas sobre a indústria aos moldes que já existiam nos Estados Unidos, e a obra de Carvalho⁶⁰ junto com mais outros dois autores, apresentou de forma clara e didática a reprodução dos artigos científicos e acadêmicos que se transformou em uma dissertação de mestrado e em uma das primeiras obras na produção acadêmica brasileira sobre o assunto.

3.3 OS PEQUENOS E MÉDIO NEGÓCIOS COM O VENTURE CAPITAL NO BRASIL

Como abordado, no Brasil a história do investimento de capital de risco é mais recente, ainda, pode-se dizer que caminha a passos lentos. Possui o marco no início

brasileira, aconteceram 24 circuit breakers. Seis deles aconteceram no ano passado, entre os dias 9 e 18 de março. O contexto por trás das sucessivas quedas todos sabemos: a Covid-19 e as incertezas do cenário pandêmico” (GUERRA, Pietra. *Um ano de e pandemia e dos sucessivos circuit breakers: o que esse período ensinou (ou deveria ter ensinado) aos investidores*. São Paulo: InfoMoney. Publicado em 22 mar. 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/colunistas/convidados/um-ano-de-pandemia-e-dos-sucessivos-circuit-breakers-o-que-esse-periodo-ensinou-ou-deveria-ter-ensinado-aos-investidores/>. Acesso em: 14 out. 2022).

⁵⁹ CARVALHO, Antonio Gledson de (et al.). *A indústria de private equity e venture capital – primeiro censo brasileiro*. São Paulo: Editora Nonono, 2005. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13444/A_INDUSTRIA_DE_PRIVATE_EQUIITY_EVENTURE_CAPITAL_PRIMEIRO_CENSO_BRASILEIRO.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 11 out. 2022.

⁶⁰ Idem.

da década de 1980, como explicou Magalhães⁶¹ e focou na atuação de poucas e pequenas empresas. Isso porque os períodos de inflação foram constituídos como entrave principal para o desenvolvimento mais arrojado de um melhor tipo de atividade no Brasil, e passados alguns anos, demonstra-se que o Plano Real de 1994 e a estabilização da economia trouxe uma maior atividade do capital de risco. De tal modo, focou na união das empresas em redes de cooperação de venture capital e tornou-se um negócio promissor com melhores propulsões de retorno, tanto para os investidores como para os empreendedores.

Apresenta-se que o estudo das redes de cooperação, no contexto das empresas unidas por meio do investimento do capital de risco no país, foi um passo relevante para o aprimoramento, tanto de conceitos sobre os tipos de rede formada por essas empresas (voltando para a administração de empresas), como para outras áreas de concentração, como no Direito.

As exportações no Brasil, durante o período dos anos de 2003 a 2015 cresceram e foram fortemente concentradas em *commodities* primárias, representando cerca de 40% (quarenta por cento) do total⁶². Ainda, a composição das exportações no Brasil possui diferença com as exportações mundiais, em que a participação das *commodities* seria de apenas 13%⁶³.

Neste ponto, o que se verifica é que existiu e ainda existe uma possibilidade de inserir o país nos mercados que possuem maior conteúdo tecnológico, e, em consequência, maior valor agregado. Meirelles⁶⁴ em seu artigo explica que vários autores destacam a importância do investimento e das inovações tecnológicas, face a necessidade de melhoria dos níveis organizacionais em tecnologia e o aspecto

⁶¹ MAGALHÃES, Juliano Machado de (et al.). *Vantagens proporcionadas às pequenas e médias empresas por meio da união em redes de cooperação no contexto do venture capital*. Curitiba: Revista de Administração Contemporânea, vol. 13, n. 4, out./dez. 2009. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rac/a/NPmqdJ78LBq9SFxdLVmjTTP/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 11 out. 2022.

⁶² MAGALHÃES, Juliano Machado de (et al.). *Vantagens proporcionadas às pequenas e médias empresas por meio da união em redes de cooperação no contexto do venture capital*. Curitiba: Revista de Administração Contemporânea, vol. 13, n. 4, out./dez. 2009. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rac/a/NPmqdJ78LBq9SFxdLVmjTTP/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 11 out. 2022.

⁶³ MEIRELLES, Jorge Luís Faria (et al.). *Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica*. São Carlos: Revista Gestão e Prod., vol. 15, n. 1, jan./abr. 2008. Disponível em <https://www.scielo.br/j/gp/a/hsngkDHTxbMkX96TwZFfZNF/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em 12 out. 2022.

⁶⁴ Idem.

fundamental que insere as empresas com mais vantagens competitivas no mercado, tornando-as mais sustentáveis para o crescimento econômico.

Refere-se acerca da competitividade de um país que dependerá da capacidade do mercado e da indústria de se inovarem, de modo que acarretará, pouco a pouco, condições necessárias sobre o desenvolvimento de novas tecnologias e financiamentos. Restringir o financiamento de empresas, no Brasil, pode ser que tenha sido um fato dificultoso no passado, e o que se apresenta como falta de acesso ao crédito com relação aos prazos curtos de financiamento, são bases existentes em todo o mundo⁶⁵. As bases de dados são mais antigas, apresentadas por Meirelles, mas permitem dar noção ao leitor de que o sistema de financiamento brasileiro, em 2007, já atingia R\$ 841,5 bilhões, representando 33% do Produto Interno Bruto (PIB)⁶⁶. Ilustra-se que no Brasil, a obtenção e a realização de investimentos é algo mais difícil, pois os financiamentos e o desenvolvimento de novas tecnologias são escassos⁶⁷.

Uma das alternativas encontradas pelas empresas para o financiamento, de forma geral, são referentes ao aporte de capital do tipo venture capital ou private equity, como já mencionado ao longo deste estudo. A experiência internacional se apresentou, como explica Meirelles⁶⁸ como uma das formas que alavancaria a participação privada de forma mais eficaz frente as necessidades que surgem em melhoria de tecnologia, como foi aplicado nos Estados Unidos. E ainda se vê crescendo de forma acentuada nos últimos anos nos países europeus e em algumas das economias emergentes.

⁶⁵ Idem.

⁶⁶ E em 2016, de com os dados apresentados e organizados por Mora explica-se que: “A expansão do crédito ocorreu originalmente por intermédio dos recursos livres e foi absorvida tanto pelas pessoas físicas quanto pelas jurídicas, ainda que, inicialmente, a velocidade de crescimento do crédito à pessoa física fosse muito mais intensa. Assim, as pessoas físicas que respondiam por 38% do total do crédito concedido com recursos livres, em dezembro de 2003, já eram responsáveis por 45% do total, em dezembro de 2007. Em 2008, a elevação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF)³ e a redução de 30% para 20% do limite de desconto dos aposentados e pensionistas vinculados ao Regime Geral de Previdência Social (RGPS) foram alguns dos fatores que afetaram negativamente a expansão do crédito à pessoa física” (MORA, Mônica. *A evolução do crédito no Brasil entre 2003 e 2010*. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2016, p. 13. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/3537/1/td2022.pdf>. Acesso em: 12 out. 2022).

⁶⁷ MEIRELLES, Jorge Luís Faria (et al.). *Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica*. São Carlos: Revista Gestão e Prod., vol. 15, n. 1, jan./abr. 2008. Disponível em <https://www.scielo.br/j/gp/a/hsngkDHTxbMkX96TwZfZNF/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em 12 out. 2022.

⁶⁸ Idem.

Os fundos de venture capital e private equity são vistos como objetos de estímulo às empresas, e dentre alternativas, essas se veem como as medidas que mais são eficazes dentro dos mecanismos mais diretos para aproximação de investidores e os projetos aplicados pelas empresas em uma base tecnológica, permitindo maiores benefícios e de experiências gerenciais mais eficazes em relação às gestões dos fundos.

Pinto⁶⁹ que analisa casos concretos do uso de venture capital em pequenas e médias empresas passa a informar que a partir do constante surgimento das novas empresas, por meio da inovação e tecnológica, foi um dos importantes ingredientes para a manutenção do dinamismo econômico e tecnológico necessários para o desenvolvimento econômico. O que a autora⁷⁰ já previa em seu artigo é que o uso de uma teoria atribuída pela escola evolucionista, trouxe ao processo de desenvolvimento do ambiente administrativo, jurídico e econômico às instituições um importante papel na hora da seleção das empresas que utilizariam o sistema de financiamento para se manterem vivas. Cabe aos investidores compreenderem a tarefa de seleção e inovação daquilo que será decidido por meio do uso de sistemas de financiamento, principalmente quando se refere o venture capital.

Justifica-se o uso do venture capital nas empresas menores, utilizadas atualmente como as pequenas e médias empresas, isso porque já existiriam as empresas maiores que possuem maiores bases no mercado e mais estabilidade:

As grandes empresas, por exemplo, possuem recursos próprios e possibilidade de acesso ao mercado financeiro, mas as pequenas e médias, ao contrário, encontram na indisponibilidade de recursos uma das principais dificuldades para seu desenvolvimento. No caso de pequenas empresas envolvidas com o desenvolvimento de inovações, este processo torna-se ainda mais difícil devido à grande incerteza envolvida. Os empréstimos feitos a novas empresas, quando ocorrem, geralmente têm taxas de juros elevadas e prazos curtos. As saídas de caixa destinadas ao pagamento de juros, resgates e amortizações são encargos onerosos para empresas jovens, que requerem substanciais influxos de capital durante os estágios iniciais de crescimento⁷¹.

⁶⁹ PINTO, Luciane F. Gorgulho. *Capital de risco: uma alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológico – O caso do CONTEC*. Rio de Janeiro: Revista do BNDES, vol. 4, n. 7, jun. 1997. Disponível em https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/11176/1/RB%2007%20Capital%20de%20risco%20-%20uma%20alternativa%20de%20financiamento%20%3%a0s%20pequenas%20e%20m%3%a9dias%20empresas%20de%20base%20tecnol%3%b3gica_P_BD.pdf. Acesso em 12 out. 2022.

⁷⁰ Idem.

⁷¹ Ibidem, p. 152.

E a razão utilizada para a inovação, tecnologia e a utilização do venture capital é bem explicitada por Pavani⁷², quando a autora constrói seu pensamento no sentido de que uma das condições mais importantes para as empresas se vincularem ao seu processo de inovação, e o financiamento estão intimamente vinculados:

Este financiamento é complexo e amplo, envolvendo diversos atores e formas, em diferentes momentos. É influenciado pela organização do mercado financeiro – mercado de capitais e/ou concessão de créditos; existência de organizações de fomento; políticas locais em regiões onde o governo local destina verbas para apoiar atividades inovadoras (incubadoras, parques tecnológicos, apoio direto a universidades e centros de pesquisa, concessão de recursos para empresas etc.); organização da indústria de capital de risco; e outros fatores⁷³.

Como fechamento dessa análise elucida-se que o capital de risco ou o venture capital possui efetiva importância para a inovação industrial no mercado brasileiro, de forma que a lógica da operação de capital de risco tem equação direta com as questões críticas sobre o financiamento das pequenas e médias empresas, quando comparado aos empréstimos bancários. Neste sentido, quando o investidor de risco tem sua “aposta” diretamente na empresa investida, adquirindo as ações desta, torna-se, portanto, sócio da companhia – a não ser que seja um investidor anjo – de forma que a partir disso são geradas outras obrigações, deveres e vínculos⁷⁴. É dentro desta perspectiva que o presente estudo se foca, buscando atribuir quais as formas de responsabilização nas operações de venture capital.

⁷² PAVANI, Claudia. *O capital de risco no Brasil: conceito, evolução e perspectivas*. Rio de Janeiro: E-papers, 2003.

⁷³ Ibidem, p. 10.

⁷⁴ De acordo com Pavani: “A análise financeira dos bancos é realizada sobre o desempenho passado da empresa, refletida em seus demonstrativos financeiros. Esta análise subsidia a avaliação de se a empresa conseguirá gerar caixa para pagar os juros e amortizações dos empréstimos. Uma nova empresa não possui essa história, e, se possui, seus demonstrativos financeiros dificilmente passarão a segurança necessária para os bancos. Além disso, o tomador do empréstimo tem que apresentar garantias reais às instituições financeiras, e uma pequena e média empresa dificilmente acumulou ativos com liquidez para apresentar como garantias. Por fim, o pagamento de juros e das amortizações exige uma geração de caixa estável, característica incomum em empresas pequenas e médias” (PAVANI, Claudia., op. cit., p. 11-12).

4 RESPONSABILIDADE CIVIL NAS OPERAÇÕES DE VENTURE CAPITAL

4.1 VISÃO GERAL SOBRE VENTURE CAPITAL - ESTÁGIOS DE INVESTIMENTO

Como já foi abordado ao longo do estudo, o venture capital é o investimento, de acordo com Metrick⁷⁵ focado em empresas mais novas ou que querem iniciar uma aceleração das atividades. Dessa forma, há algumas fases de desenvolvimento e dos estágios de investimento que são visualizados na literatura acadêmica. É importante considerar que o processo “mezanino”, é um procedimento em que as empresas que são mais maduras emitem dívidas. Mais adiante, há o “*buyout*”, considerado como o processo de aquisição de empresas que já estão em um processo de desenvolvimento mais avançado. O PIPE, por outro lado, é a aquisição de controle de empresas de capital aberto com baixa liquidez.

O venture capital é dividido em um procedimento de três estágios. O primeiro deles é o capital semente, chamado de *seed capital*, momento em que é feito um aporte pequeno, e geralmente, em fase pré-operacional, a fim de auxiliar a empresa durante o desenvolvimento de um projeto, testes de mercado e/ou registros de patente. Já um segundo estágio, trata-se da estruturação inicial, *startup*. É nesta etapa que o aporte é feito, para que a estruturação da empresa seja de fato realizada baseada neste aporte, ou seja, a empresa já contratou profissionais e já tem os estudos necessários do mercado para colocar em prática o projeto da empresa, no entanto, ainda não são vendidos os produtos comercialmente. Em um último estágio, o *early stage*, trata-se do aporte auxiliar na expansão das atividades dessa empresa.

Esses estágios foram organizados no organograma a seguir de forma didática elaborada por esta aluna:

⁷⁵ METRICK, Andrew. *Venture Capital and the Finance of Innovation*. Danvers: Wiley, 2007.

FIGURA 2 – ESTÁGIOS DO VENTURE CAPITAL EM UMA EMPRESA⁷⁶

Como já abordado, existe outra fonte de investimento que pode ser utilizada para as empresas nascentes, são os *angels*⁷⁷, chamados de investidores anjos, mais comumente pela produção acadêmica. Os investidores serão aqueles que possuem grande importância na cadeia de utilização do venture capital. Normalmente, de acordo com o ressaltado de Rodriguez⁷⁸, são aqueles ex-empresários ou executivos de grandes empresas que possuem capital próprio e que buscam investir em empresas inovadoras nos setores em que se possui um exponencial investimento.

⁷⁶ Elaboração da aluna.

⁷⁷ Metrick (2007) traz uma diferença entre os *angels* e os investidores: “Os VCs são frequentemente comparados e confundidos com investidores-anjo. Anjo os investidores, muitas vezes chamados apenas de anjos, são semelhantes aos VCs em alguns aspectos, mas diferem porque os anjos usam capital próprio e, portanto, não satisfazem a característica. Existem muitos tipos de anjos. Em um extremo estão os indivíduos ricos sem fundo de negócios que estão investindo no negócio de um amigo ou parente. No do outro lado são grupos de anjos com experiência comercial ou técnica relevante que se uniram para fornecer capital e consultoria para empresas em uma indústria. Neste último caso, os grupos de anjos se parecem muito com VCs, mas o fato que eles usem seu próprio capital muda a economia de suas decisões: uma vez que eles podem manter todos os retornos de seu trabalho, eles têm um custo correspondentemente menor de capital e pode investir em negócios que não funcionariam para um VC. Embora seja difícil para obter números confiáveis sobre investimento anjo, a melhor evidência de pesquisa disponível para últimos anos sugere que o total de investimentos anjo é aproximadamente o mesmo magnitude dos investimentos totais de capital de risco. Embora o fluxo total de capital seja semelhante, anjos tendem a se concentrar em empresas mais jovens do que VCs e fazem um número maior de investimentos menores” (tradução livre) (METRICK, Andrew., op. cit., p. 4).

⁷⁸ RODRIGUEZ, Peter L. *Institutions Matter: Angel Investing and Market Development in Latin America*. In. O'HALLORAN, Elizabeth F.; RODRIGUEZ, Peter L.; VERGARA, Felipe. An Executive Briefing on Angel Investing in Latin America. [S.l.]: 29 Charlottesville: Batten Institute at the Darden Graduate School of Business Administration, 2005.

Prospecta-se a estes negócios quando se conhece melhor o setor em que será investido por venture capital, pois é preciso atuar efetivamente e ativamente na aceleração do crescimento da empresa, pois investe-se em um capital próprio e em possuir em uma carteira de investimentos menor do que o venture capital, e dessa forma, esse investidor e esse tipo de investimento já é comumente utilizado nos Estados Unidos e, atualmente, no Brasil nos últimos anos.

O processo de venture capital está em uma crescente na atualidade, como são os reflexos de Ante e Weisul⁷⁹ que mostram que o *Google* conseguiu ser uma *startup* que cresceu e conseguiu dar maior série e luz aos empreendedores e investidores, os *angels*, que possuíam já claro conhecimento em tecnologia da informação e um poderoso *networking* para levar maior inovação ao mercado.

4.2 RESPONSABILIDADE CIVIL

Para abordar o tema central do estudo, primeiramente, é preciso trazer uma conceituação sobre o que é a responsabilidade civil e como a doutrina a compreende.

O delineamento histórico da responsabilidade civil inserida no ordenamento jurídico brasileiro necessita, inicialmente, traçar as considerações iniciais do que é a responsabilidade civil e em como deve ser entendida ao longo do presente trabalho.

De acordo com ensinamentos tecidos por Venosa⁸⁰, todas as atividades que, no futuro, acarretarem prejuízo irão gerar responsabilidade ou o dever de indenizar. Pode haver, como conduz o estudo do autor, excludentes, impedindo que haja a atribuição para indenização. Para inicial constatação, ainda é possível verificar a discussão por Pereira acerca da presença da responsabilidade civil inicialmente no direito romano e a influência no direito moderno.

Não chegou o Direito romano a construir uma teoria da responsabilidade civil, como, aliás, nunca se deteve na elaboração teórica de nenhum instituto. Foi todo ele construído no desenrolar de casos de espécie, decisões dos juízes e dos pretores, respostas dos jurisconsultos, constituições imperiais que os romanistas de todas as épocas, remontando às fontes e pesquisando os fragmentos, tiveram o cuidado de utilizar, extraindo-lhes os princípios e, desta sorte, sistematizando os conceitos. Nem por isto, todavia, é de se desprezar a evolução histórica da responsabilidade civil no direito romano. Em verdade, muito do que o direito moderno apresenta vai-se enraizar na elaboração

⁷⁹ ANTE, Spencer E.; WEISUL, Kimberly. *And Google Begat...* [S.l.]: Business Week, fev. 2010. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2010-02-25/and-google-begat?leadSource=verify%20wall>. Acesso em: 13 out. 2022.

⁸⁰ VENOSA, Silvio de Salvo. *Direito Civil: responsabilidade civil*. São Paulo: Atlas, 2011.

romana. Até mesmo ao evidenciar os contrastes, as fontes prestam não despcienda contribuição⁸¹.

Mais adiante, além desta constatação, o termo “responsabilidade civil” é utilizado para situações que geram prejuízo e a pessoa jurídica ou natural terá o dever de arcar com as consequências de um ato, fato ou negócio que causou um dano. Portanto, considera-se que toda a atividade humana está sujeita ao dever de indenizar e dessa forma, o estudo da responsabilidade civil para a doutrina brasileira abrange um conjunto de princípios e normas que regem a obrigação de indenizar⁸².

Venosa⁸³ avulta que os princípios que regem a responsabilidade civil têm como escopo restaurar o equilíbrio patrimonial e moral que foi atingido e violado. Se não houver esse equilíbrio e a restauração, gera inquietação social a qual deve-se atentar à busca da dignidade da pessoa humana em primeiro lugar.

Restando incontroverso de acordo com as considerações do autor, há a constatação de que em diversos ordenamentos contemporâneos há o alargamento do dever de indenização, atingido novos horizontes com o intuito de restar cada vez menos ressarcidos por um dano. Dessa forma, importante o destaque a seguir:

É claro *que* esse é um desiderato ideal que a complexidade da vida contemporânea coloca sempre em xeque. Os danos que devem ser reparados são aqueles de índole jurídica, embora possam ter conteúdo também de cunho moral, religioso, social, ético etc., somente merecendo a reparação do dano as transgressões dentro dos princípios obrigacionais [...] Cada vez mais a necessidade do exame da culpa torna-se desnecessário: a responsabilidade com culpa ou subjetiva ocupa atualmente local secundário, pois existem inúmeras situações legais de responsabilidade objetiva ou sem culpa. O caso da culpa mostra-se, portanto, evidente. O passado demonstrou a dificuldade de provar culpa por parte das vítimas, exigindo-se, em muitos casos, uma verdadeira *prova diabólica*⁸⁴.

O sistema da responsabilidade civil foi há um tempo singelo e extremamente simples para Cavalieri Filho⁸⁵, considerando que era basicamente resumido em um único artigo do Código Civil de 1916. A responsabilidade civil extracontratual (ou extranegocial) é fonte de obrigações e no Código Civil de 1916 (Lei nº 3.071, de 1º de

⁸¹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade Civil*. 12. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 20.

⁸² VENOSA, Silvio de Salvo. *Direito Civil: responsabilidade civil*. São Paulo: Atlas, 2011.

⁸³ Idem.

⁸⁴ Ibidem, p. 14. Ainda neste sentido, insta esclarecer que o termo “prova diabólica” refere-se anteriormente à utilização de provas que não eram eficazes no ordenamento, tornavam-se excessivamente difíceis de serem produzidas prejudicando a parte que sofreu o dano e ainda ensejava um julgamento mais subjetivo do magistrado na análise dos casos concretos.

⁸⁵ CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. São Paulo: Atlas, 2014.

janeiro de 1916) e o centro gravitador é o ato ilícito que foi conceituado no artigo 159⁸⁶, sendo que toda a conceituação e pauta da responsabilidade civil estava concentrada neste artigo. Já o Código Civil atual, em seu artigo 186, manteve a culpa na conceituação do artigo 186⁸⁷.

Na lei civilista anterior, Cavalieri Filho⁸⁸ assevera que só havia a responsabilidade objetiva, portanto, não era preciso que os operadores do direito estudassem com afinco a responsabilidade civil, sendo dessa forma, importante conhecer o artigo 159 e tudo estaria resolvido.

O autor ainda afirma que a responsabilidade civil no título atual cível sofreu grande evolução, isso se deu com a passagem do século XX e XI, sendo, sem dúvida alguma, a área da ciência do direito que mais evoluiu, mais ainda que o direito de família, considera Cavalieri Filho⁸⁹. A justificativa do autor encontra-se no destaque a seguir:

A revolução iniciada na primeira metade do século XX prosseguiu na segunda ainda mais intensamente. Pode dizer-se, sem medo de errar, que os domínios da responsabilidade civil foram ampliados na mesma proporção em que se multiplicaram os inventos e outras conquistas da atividade humana, com o enorme manancial das descobertas científicas e tecnológicas, a começar pelo código genético. Prova disso é a grande produção legislativa, tanto no plano da lei ordinária quanto no constitucional, a vastíssima literatura jurídica editada no mundo sobre o inesgotável tema da responsabilidade civil e a frequência com que a Justiça, em todas as instancias, é chamada a decidir conflitos de interesses decorrentes de danos provocados por atos ilícitos. Acompanhando as estatísticas, pode constatar-se que grande parte dos casos que hoje chegam aos Tribunais, principalmente nos Juizados Especiais, envolve de alguma forma responsabilidade civil, o que evidencia a desmensurada ampliação das questões sobre a matéria⁹⁰.

Desta forma, a teoria da culpa que está no artigo 159 do Código Beviláqua⁹¹, o Código Civil de 2002 ressalta a responsabilidade subjetiva em uma cláusula geral

⁸⁶ Artigo 159 – Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência, ou imprudência, violar direito, ou causar prejuízo a outrem, fica obrigado a reparar o dano. A verificação da culpa e a avaliação da responsabilidade regulam-se pelo disposto neste Código, arts. 1.521 a 1.532 e 1.542 a 1.553 (BRASIL. Lei nº 3.071 de 1 de janeiro de 1916 (revogada pela Lei n. 10.406 de 10 de janeiro de 2002). Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l3071.htm. Acesso em: 16 out. 2022).

⁸⁷ Artigo 186 – Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito (BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 14 out. 2022).

⁸⁸ CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. São Paulo: Atlas, 2014.

⁸⁹ Idem.

⁹⁰ Ibidem, p. 20.

⁹¹ O Código Civil de 1916 foi idealista pelo jurista e legislador Clóvis Beviláqua e por alguns doutrinadores o texto infraconstitucional civilista recebe esta nomenclatura.

no artigo 186 e posteriormente introduz o parágrafo único do artigo 927⁹², sendo uma cláusula geral de responsabilidade objetiva.

Mais adiante, no artigo 931 do Código Civil⁹³ há a terceira cláusula⁹⁴ de responsabilidade civil, sendo este artigo uma norma aberta e que passa de criações doutrinárias e jurisprudenciais sobre a conceituação da atividade de risco no caso concreto e, *a priori*, não há como especificar quais são as atividades de risco que o legislador infraconstitucional imaginou, mas poderá adotar, em face da teoria do risco, o critério do risco inerente como o elemento orientador para aplicação do artigo⁹⁵.

Nesta seara, considera Pereira⁹⁶ que o Código Civil atual é um sistema dualista de responsabilidade civil e não se deve considerar o parágrafo único citado como uma exceção da teoria da culpa e sim, dois sistemas presentes na mesma legislação. Sobre a conceituação da responsabilidade civil, o autor em suma alude que os doutrinadores não chegaram a um consenso acerca do conceito.

Alguns incidem no defeito condenado pela lógica, de definir usando o mesmo vocábulo a ser definido, e dizem que a “responsabilidade” consiste em “responder”, no que são criticados, com razão (...) Outros estabelecem na conceituação de responsabilidade a alusão a uma das causas do dever de reparação, atribuindo-a ao fato culposos do agente; outros, ainda, preferem não conceituar⁹⁷.

O autor acima em destaque atesta que em termos genéricos, o conceito de responsabilidade civil não assume nenhum compromisso com a teoria objetiva e subjetiva, uma noção não deve delimitar ou limitar a atuação da outra, no desenvolvimento da matéria atinente à responsabilidade civil, não havendo motivo para que o conceito exclua qualquer uma delas. Pereira⁹⁸ frisa que a rigor, essas

⁹² Artigo 927 – Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo. Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem (BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 14 out. 2022).

⁹³ Artigo 931 – Ressalvados outros casos previstos em lei especial, os empresários individuais e as empresas respondem independentemente de culpa pelos danos causados pelos produtos postos em circulação (BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 14 out. 2022).

⁹⁴ Cavalieri Filho explica que existem três cláusulas definidores e bases gerais para a responsabilidade civil, a primeira constante no artigo 186, a segunda no parágrafo único do artigo 927 e a terceira no artigo 931 (CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. São Paulo: Atlas, 2014, p. 33).

⁹⁵ CAVALIERI FILHO, Sergio., op. cit.

⁹⁶ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade Civil*. 12. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

⁹⁷ Ibidem, p. 25.

⁹⁸ Idem.

teorias se completam e ao mesmo tempo, convivem uma ao lado da outra, visando sempre o mesmo objetivo da responsabilidade civil: a reparação do dano.

Para Cavalieri Filho há a afirmação de que as duas teorias convivem, mas o autor afirma que o Código Civil de 2002 é preponderantemente objetivista:

Contraopondo-se a cláusula geral de responsabilidade subjetiva, o Código de 2002 consagrou três cláusulas gerais de responsabilidade objetiva, o que reforça a afirmação de que ele é prevalentemente objetivista. A primeira, vamos encontrá-la ainda conjugando o artigo 927 como artigo 187, que define o abuso do direito como ato ilícito, abuso esse que ocorre sempre que o direito for exercido com excesso manifesto aos limites impostos pelo seu fim económico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes⁹⁹.

É da análise minuciosa das doutrinas e conceituações das obras civilistas que se verificam as formas de como entender a teoria objetiva e subjetiva. Ao entender desta aluna, ambas convivem no Código Civil de 2002 e em cada momento de aplicação de uma reparação de prejuízo que se dá na análise dos casos concretos concomitantemente de acordo com esta legislação, poderá haver a preponderância de uma responsabilidade subjetiva ou objetiva.

Além desta breve consideração sobre a responsabilidade civil, sua abrangência e as teorias que fazem parte no texto legislativo civil, Pereira¹⁰⁰ traz a ideia de que ao conceituar a responsabilidade civil, concomitantemente emerge a ideia dualista de um sentimento social e humano quanto ao sujeito causador de um mal, devendo este reparar a lesão.

Assim, o sentimento social está ligado a ordem jurídica, sendo aquele que não se compadece com o fato de que uma pessoa possa fazer mal a outra sem qualquer consequência. Quando o agente causa o desequilíbrio, estende a uma rede de punições que procuram atender às exigências do ordenamento jurídico. A satisfação social gera a responsabilidade criminal. Já o sentimento humano é aquele ligado ao social, mas que repugna o agente que causou o mal, atrelando a ele a reparação do prejuízo individual¹⁰¹.

⁹⁹ CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. São Paulo: Atlas, 2014, p. 32.

¹⁰⁰ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade Civil*. 12. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

¹⁰¹ Idem.

4.3 RESPONSABILIDADE CIVIL DOS SÓCIOS NOS CONTRATOS DE INVESTIMENTO

Para os contratos de investimento, é importante compreender também sobre a responsabilidade civil dos sócios dentro deste contrato de investimento. Oliveira e Bezerra¹⁰² explicam que as expectativas do crescimento financeiro no mercado de *startups* em 2020 tiveram uma baixa, no entanto, o uso cada vez mais comum das ferramentas digitais durante o período de pandemia trouxe uma movimentação de mais de US\$ 3.500.000,00 (três bilhões e quinhentos milhões de dólares) em aportes de venture capital somente no mercado nacional. Isso corresponde, de acordo com os autores, em 17% a mais do que tinha sido investido no ano anterior.

Oliveira e Bezerra¹⁰³ informam que em 2021 houve uma forte tendência sobre os novos recordes de aportes feito neste mercado de capital. E diante de uma continuidade da inovação digital, possibilita-se a participação nos eventos de liquidez milionários, de acordo com os autores, e traz um estímulo maior aos investimentos de risco e atrai olhares dos novos investidores.

Dentro da correspondência sobre a responsabilização dos investidores nos contratos de capital, as *startups* têm desenvolvimento perante riscos elevados na sua natureza, pois, normalmente, são atividades inovadoras que podem conter extrema incerteza, principalmente sobre a expectativa de sucesso desses novos negócios. Oliveira e Bezerra¹⁰⁴ informam que cerca de um milhão de empreendimentos são formados anualmente e a taxa de falha de carteiras de fundos inovadores tem variação entre 40 e 50%. Além disso, também se estima que 90% de todas as empresas que têm investimento também não sobreviverão por mais de dez anos¹⁰⁵. Assim, de dez investimentos, um apenas irá “vingar”, dando um retorno frutífero aos investidores.

É fato que os investidores, dentro deste panorama, tentam minimizar a sua responsabilização em razão dos riscos envolvidos nas atividades, além disso, buscam maximizar a responsabilidade civil dos empreendedores em caso de o negócio não ser duradouro. Ampliam-se as chances de um retorno do pagamento em razão dos

¹⁰² OLIVEIRA, Khadja; BEZERRA, Lucas. *A responsabilidade em contratos de investimentos*. São Paulo: Consultor Jurídico. Publicado em 30 mai. 2021. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2021-mai-30/opiniao-responsabilidade-contratos-investimentos>. Acesso em: 14 out. 2022.

¹⁰³ Idem.

¹⁰⁴ Idem.

¹⁰⁵ Idem.

aportes efetuados. A concentração, neste estudo, se focará no sentido dos contratos de mútuo conversível participação societária, sendo este o instrumento mais utilizado para os investimentos nas *startups*.

A modalidade desse contrato está voltada para proteção do investidor, oferece ainda o aporte financeiro através de um empréstimo (*debt*), a dívida poderá ser convertida em participação societária (*equity*), dentro de um prazo ou condições que forem estipuladas previamente no interior do contrato. O que Oliveira e Bezerra¹⁰⁶ consideram é que na maioria dos casos, a força negocial tem como privilégio direto a parte do investidor, face este, aquele que detém o maior capital de investimentos e que compartilham os riscos. A previsão da maior responsabilidade civil atribuída aos *founders*, se dá no sentido de serem as alegações, de que o poder de gestão dos negócios é, de fato, do empreendedor. São, portanto, previstas uma série de cláusulas, declarações e garantias que ampliam a responsabilidade civil e o risco do negócio, de forma que por vezes, pode ser multiplicado com multas por descumprimento contratual de cláusulas excessivas.

Explica-se que o contrato de mútuo conversível é um contrato focado no tipo de investimento que se realiza por meio dos investidores anjos em *startups* em fase inicial, e ainda, poderá resultar ou não em uma participação societária. O contrato de mútuo conversível tem duas características principais. Uma é aquela que se vincula ao investimento, e outra, sobre o empréstimo.

Zirpoli¹⁰⁷ informa que o contrato de mútuo conversível em participação societária tem a utilização de forma efetiva e dinâmica dentro do contexto empresarial nacional. Isso porque o contrato possibilita a capitalização das sociedades empresárias dentro dos mais variados tipos de portes. Através das dívidas conversíveis de curto, médio ou longo prazo e as taxas de juros mais vantajosas para as praticadas nas instituições financeiras do Brasil, submetem-se ao limite de cobrança dos juros legais nos termos da Súmula nº 596 do Supremo Tribunal Federal. Este é o tipo de contrato que é de forma mais rápida e desprovida dos instrumentos de garantia que usualmente são exigidos.

¹⁰⁶ Idem.

¹⁰⁷ ZIRPOLI, Rodrigo Domingos. *Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária*. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Dissertação de Mestrado em Direito Comercial, 2022. Disponível em: <https://tede.pucsp.br/bitstream/handle/25999/1/Rodrigo%20Domingos%20Zirpoli.pdf>. Acesso em: 14 out. 2022.

Mais adiante, é possível considerar que o uso do contrato de mútuo conversível em participação societária é, ao menos em tese, a dispensa da convocação prévia de deliberação de todos os sócios para a celebração. Seja por meio de reunião ou de assembleia, pois é um contrato objetivo e que fornece instrumentos efetivos de capitalização de quaisquer das sociedades – em relação às sociedades simples do parágrafo único do artigo 966 do Código Civil – e é a mesma ideia utilizada nos Estados Unidos da América, em que, igualmente, é feito o levantamento de capital por meio das dívidas da dispensa, inclusive, no que consiste a necessidade de aprovação dos sócios¹⁰⁸.

Zirpoli¹⁰⁹ ainda expõe que o reflexo da personalização das sociedades traz aos sócios a responsabilidade subsidiária por obrigações sociais. Isso porque não poderão os credores demandar inicial e diretamente os sócios por passivos que são contraídos pela sociedade, exceto, se depois de executados, os bens da sociedade se exaurirem¹¹⁰. Com isso, a responsabilidade subsidiária que é consagrada no artigo 1024 do Código Civil tem como previsão que “os bens particulares dos sócios não podem ser executados por dívidas da sociedade, senão depois de executados os bens sociais”¹¹¹.

Convenciona-se que o contexto de um contrato em que um determinado sócio investidor tem subscrição e integralização das sociedades de tipo maiores – de responsabilidade limitada – poderá ter responsabilização do sócio, de forma subsidiária, no que consistem as obrigações sociais e o limite de sua responsabilidade, como é o caso do artigo 1º da Lei das Sociedades por Ações ou, de acordo com os termos do artigo 1052, do Código Civil, quando “restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social”¹¹², exceto, conforme o artigo 50 do texto civilista, se o veículo societário for utilizado como mecanismo de fraude ou de forma abusiva¹¹³.

A estrutura do investimento quando firmado pelo contrato de mútuo conversível em participação societária traz ao mutuante-investidor, até o exercício do seu direito subjetivo de conversão, se for o caso, ser simplesmente e tão somente o

¹⁰⁸ ZIRPOLI, Rodrigo Domingos., op. cit.

¹⁰⁹ Idem.

¹¹⁰ Neste mesmo sentido: SACRAMONE, Marcelo Barbosa., op. cit., 2020, p. 155.

¹¹¹ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 14 out. 2022.

¹¹² Idem.

¹¹³ Idem.

credor da sociedade mutuária, não possuindo, portanto, responsabilidade limitada e subsidiária pelas obrigações sociais. Representa-se um investimento de risco, com o reconhecimento de que havia entre as partes do contrato de mútuo conversível em participação societária como uma verdadeira sociedade em comum, caso em que os sócios, conforme o artigo 1024, “[...] respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais, excluído do benefício de ordem”¹¹⁴. Nos termos do artigo 990 do Código Civil se faz possível ter a cautela aos contratos certos direitos políticos próprios de sócios nos contratos de mútuo conversível, tendo em vista a evitar a caracterização de uma sociedade em comum¹¹⁵.

Conforme Oioli:

Do ponto de vista do investidor, o mútuo conversível tem a grande vantagem de não se expor, inicialmente, ao risco de participação no capital social de uma startup nascente. Já para a startup, a celebração de um mútuo conversível permite, usualmente, a captação de recursos mais baratos do que seriam obtidos com um empréstimo numa instituição financeira¹¹⁶.

Destarte, dentro do contrato de mútuo conversível, ainda se faz comum existir a previsão contratual para que os fundadores da *startup* estejam obrigados a quitar de forma integral os valores que foram providos pelo investidor de maneira solidária com a própria sociedade, sendo efetuada por meio do pagamento de débitos com penhora de patrimônio pessoal dos sócios. Como Oliveira e Bezerra explicam:

Isso faz com que, embora os investidores participem ativamente do processo de crescimento da *startup* com capital e *smart Money* e essa seja considerada uma atividade de risco, haja uma construção jurídico-contratual que visa a mitigar as ameaças financeiras para o credor em detrimento de uma excessiva responsabilidade dos fundadores. Em linhas gerais, o investidor, além de não se caracterizar como sócio (não respondendo pelos eventos empresariais), possui preferência na ordem de recebimento do crédito em processos falimentares e, mesmo quando o valor de liquidação da empresa não é suficiente para quitar a quantia devida, ainda pode requerer responsabilização pessoal dos fundadores¹¹⁷.

Com isso, há a limitação das responsabilidades civis pessoais que se faz de forma saudável para o ecossistema das *startups*, de forma que é uma das principais

¹¹⁴ Idem.

¹¹⁵ Idem.

¹¹⁶ OIOLI, Erik Frederico; RIBEIRO JR., José Alves; LISBOA, Henrique. *Financiamento da startup*. In: OIOLI, Erik Frederico. Manual de direito para startups. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019, p. 138.

¹¹⁷ OLIVEIRA, Khadja; BEZERRA, Lucas. *A responsabilidade em contratos de investimentos*. São Paulo: Consultor Jurídico. Publicado em 30 mai. 2021, [s.p.]. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2021-mai-30/opiniao-responsabilidade-contratos-investimentos>. Acesso em: 14 out. 2022.

características vinculadas aos ambientes de inovações de ponta no mercado de capitais. Dessa forma, é justo que se exista uma atribuição de responsabilidade civil, mas que na mesma medida, seja retirada da balança do investidor em desfavor do empreendedor. De forma que é preciso existir um “choque na letargia”, como explicou Oliveira e Bezerra¹¹⁸, no que consiste a alguns empreendedores a aceitarem as referidas responsabilidades.

4.4 RESPONSABILIDADE CIVIL DOS INVESTIDORES NOS CONTRATOS DE INVESTIMENTO

Para caracterizar o que existe em relação à responsabilidade civil do investidor, os fundos de investimento como sociedades atribui-se, portanto, a existência de uma personalidade jurídica. Gomes¹¹⁹ explica que as sociedades despersonalizadas que estão no Código Civil, assevera-se, neste passo, a personalidade jurídica com o caráter constitutivo a ser formada através do registro presente no artigo 45 do Código Civil. A qualidade de sociedade, no geral, somente será declarada no momento do seu registro, visto que existirá então a constituição fática da empresa que não dependerá do registro para tal. O investidor está a parte da sociedade e da empresa, mas ainda assim, está inserido no negócio de alguma forma, e aqui, questiona-se, como se dá a responsabilidade civil dos investidores nos contratos de investimentos?

No que diz respeito à responsabilidade civil dos investidores nos contratos de investimento, é preciso lembrar que ao se criar os fundos de capital e a aplicação obrigatória, essa é uma das saídas para amenizar as questões de atribuição da responsabilidade civil dos investidores. Isso porque ao incluir a obrigatoriedade de uma reserva mensal, essa podendo ser baseada no lucro líquido, também separando valores para o pagamento caso de não conversão, se apresenta como uma alternativa viável para o negócio.

Explica-se que há estudiosos que defendem que esta poderá ser a adoção utilizada pelos próprios empreendedores, independentemente de existir previsão

¹¹⁸ Idem.

¹¹⁹ GOMES, Alexandre Gir. *Sociedades Não Personificadas no Código Civil*. In. WALD, Arnaldo (Org.). *Doutrinas Essenciais Direito Empresarial: vol. I – Teoria Geral da Empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

contrato. No entanto, a ideia é que as partes deixem estipulado, em termos do contrato, o referido provisionamento como algo obrigatório, de forma que se acordem os valores existentes na aplicação para se garantir o saldo do débito, justamente como uma forma de deixar garantido aos empreendedores possíveis responsabilizações pessoais. Ao final do que existe no período de conversão, os investidores têm como opção o recebimento do valor com a quantia do fundo que se faz utilizada para prover o pagamento. No entanto, caso seja suficiente para que o débito seja saldado, se torna excelente, caso contrário, se não atingir ao montante, e a empresa não tiver possibilidades de saldar a obrigação restante, terão as partes que dar quitação integral ao débito dentro de tais valores. Se não, a cobrança continua apenas em razão da pessoa jurídica, não atingindo os bens pessoais dos sócios e/ou investidores.

Há também uma alternativa, que é estipular no contrato um seguro de garantia, *surety*, no caso de inadimplemento do débito. A *startup* – enquanto agente tomador – poderá contratar o seguro com o escopo de existir uma garantia sobre as obrigações contratuais, com o adimplemento dos investidores, visto que essas garantias são fornecidas, usualmente, pelas instituições financeiras e são regulamentadas pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP). No que se refere ao empreendedor, há que se atentar para os custos que esses seguros e as condições de apólices que não poderão ser elevadas ao ponto de que se supere, ao todo, o próprio mútuo, tampouco poderão configurar um tipo de contrato leonino para os fundadores da *startup*.

Para finalizar, há ainda uma outra opção que são aqueles que desejam manter a segurança contratual sem onerar excessivamente os sócios e os fundadores do negócio, sendo o oferecimento de cotas empresariais como garantia do débito. Aqui, neste caso, é assemelhado ao contrato de mútuo, sendo utilizada a própria empresa como garantia e incluindo efetivamente na atividade empresarial dos investidores. É possível que o patrimônio dos sócios seja protegido, em caso de insucesso da empresa, gera-se um negócio justo e possível para os patrocinadores das *startups*. Em relação aos investidores, aponta-se que para eles não é uma opção mais viável, pois o patrimônio empresarial naturalmente já responderá pelo débito, o que não traz qualquer garantia a eles.

Dentro deste escopo, a limitação de responsabilidade patrimonial para os interesses do investidor é essencial. O capital que será aplicado será utilizado ao quinhão aplicado naquele investimento. Essa delimitação permitirá conceder maior

segurança ao investidor e mais segura na possível liquidação de uma determinada obrigação. Em uma maior abundância ao mercado, preserva-se a questão de trazer bem delimitada essa questão para poder atrair mais investidores. A intenção dessa forma considera-se em risco quando os fundos de investimento são atribuídos em condomínio, como é visto no desenvolvimento do trabalho de Cruz¹²⁰, de forma que é demonstrado que uma eventual responsabilização do fundo, o qual se responsabilizará, em verdade, é a coletividade dos investidores de forma pessoal, vez que em um condomínio estipulado, será uma espécie de exercício de propriedade, e não uma titularização das quotas e ações *per si*.

¹²⁰ CRUZ, Vinícius dos Santos Neres da. *Limitação de responsabilidade patrimonial dos fundos de investimento de private equity e venture capital*. Florianópolis: Universidade Federal de Santa Catarina, Graduação em Direito, 2016. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/172861>. Acesso em: 14 out. 2022.

5 CENÁRIO LEGAL BRASILEIRO CONTEMPORÂNEO

Tendo em vista que o Venture Capital é uma modalidade de investimento de alto risco – como o próprio nome já diz – o ordenamento jurídico brasileiro atual implementou algumas leis e normas para que a proteção dos investidores e dos empreendedores, no meio jurídico, seja assegurada. Como será apresentado a seguir neste capítulo.

5.1 LEI DE INVESTIMENTO ANJO

Como já demonstrado neste trabalho, o mercado de investimento venture capital vem conquistando uma maior relevância no Brasil, fazendo com que o Poder Legislativo busque regulamentar a relação de investimento entre investidores e empresas dentro deste mercado. Uma das inovações normativas que foram introduzidas neste sentido é a Lei Complementar nº 155/2016¹²¹, conhecida como Lei de Investimento Anjo, que rege tal modalidade de investimento, com o objetivo de fornecer maior segurança jurídica principalmente aos investidores e, conseqüentemente, diminuir a responsabilidade civil destes.

A Lei Complementar em destaque criou o “investidor anjo”, que pode ser tanto uma pessoa jurídica quanto uma pessoa física (vide artigo 61-A, §2º da Lei Complementar nº 155/2016¹²²), que fornecerá o recurso para a empresa de sua escolha, ajudando-a a se desenvolver, para assim receber o retorno do investimento.

O investimento anjo abrange os investimentos voltados para empresas que estão em estágio inicial (mercado de venture capital), assim, nesta espécie de investimento, são enquadradas apenas as microempresas ou empresas de pequeno porte, que tenham receita bruta de, respectivamente, R\$ 360.000,00 ou 4.800.000,00, como forma de impulsionar o investimento nessas empresas, conforme dispõe o artigo 61-A da Lei Complementar 155/2016:

Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa¹²³.

¹²¹ BRASIL. Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp155.htm. Acesso em: 30 out. 2022.

¹²² Idem.

¹²³ Idem.

Ainda, quando o artigo supracitado estabelece que o capital aportado pelo investidor não irá integrar o capital social da empresa, isso quer dizer que o investidor anjo não será sócio da empresa nem integrará o quadro societário, nem terá direito de gerência ou voto na administração, ou seja, ele não será responsabilizado pelas obrigações e/ou danos futuros que a empresa venha a incorrer. Dessa forma, o investidor não será responsabilizado por qualquer dívida da empresa, inclusive em casos de recuperação judicial ou desconsideração da personalidade jurídica da companhia, segundo artigo. 61-A §4º, II: “não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o artigo 50 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002 – Código Civil”¹²⁴.

Todavia, o fato de o investimento realizado nestes moldes não ser configurado como participação societária é uma garantia ao empresário e sócio daquela empresa de que o controle desta permanecerá em suas mãos, pois o investidor anjo não possui direito de interferir na administração da empresa, dando um conforto a mais para os sócios procurarem investimento externo e fazerem com que a sua empresa cresça.

Em adição a isto, outra proteção ao investidor anjo inserida nesta norma foi a inclusão das hipóteses de aquisição da empresa investida, antes de findo o contrato de investimento. Na hipótese de venda da empresa, por parte dos sócios, o investidor anjo terá: (i) direito de preferência para adquirir tal empresa; e (ii) direito de venda conjunta da titularidade do aporte de capital, respeitando os mesmo termos e condições daquilo que for ofertado aos sócios da empresa, em consonância com o artigo 61-C da Lei Complementar 155/2016¹²⁵.

5.2 MARCO LEGAL DAS STARTUPS

No mesmo sentido, o Marco Legal das Startups e do Empreendedorismo inovador, Lei Complementar nº 182/2021¹²⁶ que foi publicada em junho de 2021, também visa trazer maior segurança jurídica aos investidores e empreendedores. A nova lei conceitua o termo *startups*, devendo ser respeitados os critérios de elegibilidade, em seu artigo 4º, que exprime:

¹²⁴ Idem.

¹²⁵ Idem.

¹²⁶ BRASIL. Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp182.htm

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 ofertados¹²⁷.

Ainda, é disposto pelo Marco Legal das Startups medidas que visam fomentar o ambiente de negócios e aumentar a oferta de capital para investimentos e/ou para o empreendedorismo inovador. Ou seja, aumenta, assim, a proteção do investidor que realiza aporte de capital em *startups*.

A lei amplia o rol dos meios para a formalização de aportes não integrantes do capital social (que antes era apenas permitido aos investidores anjo) para: (i) contrato de opção de subtração; (ii) contrato de opção de compra; (iii) debênture conversível; (iv) contrato de mútuo conversível em participação societária; (v) estruturação da sociedade em conta de participação; (vi) contrato de investimento anjo; e (vii) outros investimentos de aporte de capital¹²⁸.

Assim, os investidores poderão realizar aportes sem integrar o quadro societário da empresa e sem ser considerados sócios (como já era previsto aos investidores anjo). Dessa forma, tais investidores não irão incorrer nas obrigações da empresa e nem responderão por dívidas desta, inclusive nos casos de recuperação judicial, salvo nos casos de fraude, dolo ou simulação que envolvam o próprio investidor, assim deliberado pelo artigo 8º do Marco Legal das Startups abaixo:

O investidor que realizar o aporte de capital a que se refere o artigo 5º desta Lei Complementar:

I – não será considerado sócio ou acionista nem possuirá direito a gerência ou a voto na administração da empresa, conforme pactuação contratual;

II – não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, e a ele não se estenderá o disposto no artigo 50 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), no artigo 855-A da Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943, nos arts. 124, 134 e 135 da Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966 (Código Tributário Nacional), e em outras disposições atinentes à desconsideração da personalidade jurídica existentes na legislação vigente.

Parágrafo único. As disposições do inciso II do caput deste artigo não se aplicam às hipóteses de dolo, de fraude ou de simulação com o envolvimento do investidor¹²⁹.

¹²⁷ Idem.

¹²⁸ Idem.

¹²⁹ Idem.

A exceção tratada no parágrafo único do artigo 8º cria uma segurança ao empreendedor, já que não cria um contexto de absoluta irresponsabilidade civil para os investidores.

Conclui-se que a finalidade de ambas as normas foi proteger o investidor e o empreendedor nas relações de investimento e nas operações de venture capital (mesmo que de forma inicial). Contudo, percebe-se que a proteção ao investidor nestes casos apresentados é maior, sendo este eximido de algumas responsabilidades comuns aos investidores gerais, para estimular o investimento em *startups* no Brasil, aumentar a oferta de capital para investimento em empreendedorismo inovador e, conseqüentemente, desenvolver um ambiente saudável e seguro para tal.

5.3 JURISPRUDÊNCIA

Por fim, serão apresentadas jurisprudências que identificarão tal proteção ao investidor, desresponsabilizando-o, com o uso das leis citadas, para ilustrar o que foi apresentado neste capítulo.

CONTRATO – Investimento-anjo – Previsão de pagamento imediato do valor investido na sociedade, de forma parcelada, antes do ingresso do investidor no quadro societário – Elemento caracterizador do mútuo conversível – Insucesso da startup, que encerrou suas atividades – Opção da conversão do mútuo em participação societária não exercida pelo investidor – Exercício do direito de não optar – Depoimento pessoal do demandante informando nunca ter tido interesse em se tornar sócio – Rescisão do contrato e condenação dos réus a restituírem a quantia investida pelo autor – Apelações de ambos os corréus desprovidas. Dispositivo: negam provimento¹³⁰.

No caso apresentado, foi entendido pelos Ministros do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo que o empreendedor deveria ser o responsabilizado pelo insucesso da *startup* e, por isso, foi ele quem arcou com os custos e teve que reembolsar ao investidor a quantia que este investiu no negócio.

Mais adiante, outro julgado que também aborda a atual legislação que trata sobre o assunto e essa desresponsabilização do investidor anjo, a apelação cível nº [1012467-48.2018.8.26.0071](https://www.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/tj-sp/1163971413), julgada em agosto de 2021 traz a consideração sobre a

¹³⁰ BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). Apelação Cível 1074847-88.2016.8.26.0100. Rel. Ricardo Negrão. Julgado em 2 fev. 2021. Publicado em 04 fev. 2021. Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/tj-sp/1163971413>. Acesso em 30 out. 2022.

conferência aderida pela Lei sobre o direito do investidor anjo resgatar o valor em caso de descumprimento contratual.

AÇÃO DE RESCISÃO CONTRATUAL C.C. INDENIZAÇÃO – CONTRATO DE AQUISIÇÃO DE OPÇÃO DE COMPRA DE QUOTAS (INVESTIDOR-ANJO). - Não demonstrada qualquer omissão dolosa por parte dos réus ou vício de consentimento contemporâneos à época da celebração do negócio – Não é caso, pois, de anulação do negócio jurídico com base em erro ou dolo -Todavia, restou comprovado o inadimplemento contratual por parte dos réus – Réus que, apesar de solicitado pelos autores (investidores), não forneceram balanço da empresa com demonstrativo de resultados detalhados, nem outras informações necessárias para acompanhamento dos negócios – Além disso, meses após a celebração do contrato, o réu se limitou a informar aos investidores (autores apelantes) o encerramento da empresa, sem qualquer prestação de contas – Não observância ao princípio da boa-fé contratual, previsto nos arts. 113 e 422, Código Civil – DEVOLUÇÃO DE VALORES – Ausência de comprovação de danos morais causados aos autores e da alegada "perda de uma chance" – Porém, não é lícito aos réus apelados que se apropriem dos valores a eles transferidos, desprezando o "Contrato de Aquisição de Opção de Compra de Quotas/Ações", sob pena de enriquecimento sem causa (artigo 884, Código Civil)- Artigo 61-A, §§ 4º e 7º, da LC 123/2006 - A lei confere ao "investidor-anjo" o direito de resgatar o valor investido – Ademais, no caso, as partes pactuaram a devolução dos valores pagos acrescida de multa de 10% em caso de descumprimento contratual – Condenação dos réus a restituir aos autores o montante de R\$ 25.000,00, acrescido da multa de R\$ 2.500,00 (10% do valor investido) – RECURSO PROVIDO EM PARTE (grifo nosso)¹³¹.

Outra análise que se faz importante é que pode o fundador da *startup*, caso tenha conferido uma determinada injustiça, através do contrato que tem com o investidor anjo, busque que este se solidarize com o débito exigido, momento em que o credor ainda não possui a ciência da existência de um sócio oculto, sendo realizada uma comunhão da dívida, desde que se preencham os requisitos presentes no artigo 50 do Código Civil¹³².

¹³¹ BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). Apelação cível nº 1012467-48.2018.8.26.0071. Rel. Sergio Shimura. Julgado em 24 ago. 2021. Publicado em 25 ago. 2021. Disponível em <https://www.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/tj-sp/1270255110>. Acesso em 30 out. 2022.

¹³² Artigo 50 – Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, pode o juiz, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, desconsiderá-la para que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares de administradores ou de sócios da pessoa jurídica beneficiados direta ou indiretamente pelo abuso. § 1º Para os fins do disposto neste artigo, desvio de finalidade é a utilização da pessoa jurídica com o propósito de lesar credores e para a prática de atos ilícitos de qualquer natureza. § 2º Entende-se por confusão patrimonial a ausência de separação de fato entre os patrimônios, caracterizada por: I - cumprimento repetitivo pela sociedade de obrigações do sócio ou do administrador ou vice-versa; II - transferência de ativos ou de passivos sem efetivas contraprestações, exceto os de valor proporcionalmente insignificante; e III - outros atos de descumprimento da autonomia patrimonial. § 3º O disposto no caput e nos §§ 1º e 2º deste artigo também se aplica à extensão das obrigações de sócios ou de administradores à pessoa jurídica. § 4º A mera existência de grupo econômico sem a presença dos requisitos de que trata o caput deste artigo não autoriza a desconsideração da personalidade da pessoa jurídica. § 5º Não constitui desvio de finalidade a mera expansão ou a alteração da finalidade original da atividade econômica específica da

Importante a menção de um julgado pelo Superior Tribunal de Justiça já sobre litígio que remonta a situação em amostra. Trata-se do Recurso Especial nº 1.658.648/SP, em que um consumidor pessoa física adquiriu uma motocicleta da empresa HDSP Comércio e Representação de Veículos Ltda, a qual além de ter sido entregue fora do prazo acordado, apresentou defeito. Embora julgado em 2017, a ementa e o entendimento estão de acordo com o que foi encontrado na atualidade:

[...] 3. Esta Corte já consolidou o entendimento de que nas relações jurídicas de natureza civil-empresarial, adota-se a teoria maior, segundo a qual a desconconsideração da personalidade jurídica é medida excepcional que permite sejam atingidos os bens das pessoas naturais (sócios ou administradores), de modo a responsabilizá-las pelos prejuízos que, em fraude ou abuso, causaram a terceiros, nos termos do artigo 50 do CC.

4. É possível atribuir responsabilidade ao administrador não-sócio, por expressa previsão legal. Contudo, tal responsabilização decorre de atos praticados pelo administrador em relação as obrigações contraídas com excesso de poder ou desvio do objeto social.

5. A responsabilidade dos administradores, nestas hipóteses, é subjetiva, e depende da prática do ato abusivo ou fraudulento. No caso dos autos, não foi consignada nenhuma prática de ato irregular ou fraudulento do administrador.

6. O artigo 50 do CC, que adota a teoria maior e permite a responsabilização do administrador não-sócio, não pode ser analisado em conjunto com o parágrafo 5º do artigo 28 do CDC, que adota a teoria menor, pois este exclui a necessidade de preenchimento dos requisitos previstos no caput do artigo 28 do CDC permitindo a desconconsideração da personalidade jurídica, por exemplo, pelo simples inadimplemento ou pela ausência de bens suficientes para a satisfação do débito. Microsistemas independentes.

7. As premissas adotadas pelo Tribunal de origem não indicaram nenhuma prática de ato irregular ou fraudulento pelo administrador não-sócio.

8. Assim, não havendo previsão expressa no código consumerista quanto à possibilidade de se atingir os bens do administrador não-sócio, pelo simples inadimplemento da pessoa jurídica (ausência de bens) ou mesmo pela baixa registral da empresa executada, é forçoso reconhecer a impossibilidade de atribuição dos efeitos da desconconsideração da personalidade jurídica ao administrador não-sócio.

9. Recurso especial conhecido e parcialmente provido¹³³.

Assim, o consumidor lesado ajuizou demanda visando o rompimento contratual, e a devolução dos valores pagos, acrescidos das indenizações pelos prejuízos materiais, com despesas de taxi, revisão do veículo e danos morais. O pedido foi julgado improcedente em primeiro grau, mas reformado pelo tribunal e mantida a condenação. Já em sede de execução, foi requerida a desconconsideração da personalidade jurídica, em função da ausência de bens passíveis de penhora do réu e pelo encerramento irregular da Pessoa Jurídica. O incidente foi acolhido pelo juízo,

pessoa jurídica (BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 14 out. 2022).

¹³³ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (3ª Turma). Recurso Especial nº 1658648 SP 2017/0014927-4. Rel. Min. Moura Ribeiro. Julgado em 7 nov. 2017. Publicado em 20 nov. 2017. Disponível em <https://www.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/stj/523916632>. Acesso em 30 out. 2022.

que incluiu na execução os sócios da HDSP: New York Participações e New Point Administração, além de Paulo Izzo Neto (Paulo Neto), e penhorou valores que esse último tinha a receber em outros processos judiciais. O julgado pelo Superior Tribunal de Justiça concluiu, como demonstrado na ementa, que as premissas adotadas pelo Tribunal de origem não indicaram nenhuma prática de ato irregular ou fraudulento pelo administrador não-sócio¹³⁴.

¹³⁴ Idem.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo do trabalho, são apresentados capítulos para explicação do mercado de capitais, dos investimentos, dos contratos, dos contratos de investimento, do mercado de venture capital, da responsabilidade civil das partes e, por fim, a relação das responsabilidades civis com o ordenamento jurídico brasileiro.

O crescimento significativo do mercado de venture capital torna o seu estudo de extrema importância e, especialmente, compreender os contratos de investimento e a responsabilidade civil de cada uma das partes neste cenário. Com isso, esta monografia introduz brevemente o tema apresentado, demonstrando justamente o desenvolvimento dos investimentos nas operações de venture capital no Brasil, atualmente.

Ao analisar a origem e o uso do venture capital foram pesquisados autores e o uso da definição pela própria ABDI que o venture capital é definido como uma forma de investimento para empresas que se encontram em fase inicial da comercialização dos seus produtos. Neste sentido, se entende como um tipo de investimento e a vinculação aos investimentos em empresas que estão em estágios iniciais e um pouco distantes de uma consolidação no mercado, mas que são fortes promissoras.

Apresentar a origem e o histórico do venture capital verifica-se cada vez mais sua motivação de ser utilizado na atualidade face a necessidade de se apresentar maiores capacidades às empresas iniciantes, no caso, ora em análise, mais precisamente as *startups*. A visão geral apresentada sobre o uso do venture capital no Brasil na atualidade demonstrou o aumento dessa forma de investimento nas *startups* e, neste sentido, a necessidade de se pesquisar, tratar e legislar sobre o assunto, a fim de regulamentá-lo e deixá-lo adequado aos ditames do ordenamento legislativo e jurídico brasileiro.

O resguardo para com os investidores não é algo absoluto e nunca foi. O risco está presente em todo e qualquer negócio, principalmente naqueles que estão em estágio inicial – como no caso do venture capital. Todavia, percebe-se, a luz do ordenamento jurídico brasileiro (doutrina, leis e julgados) que há uma tendência em proteger o investidor, eximindo-o de algumas responsabilidades civis, e em alguns casos, sobrecarregando o empreendedor. Logo, entende-se justa, à luz do ordenamento, que haja uma maior responsabilização de uma das partes.

Dessa forma, resta-se claro e indiscutível a importância de um contrato de investimento bem redigido, para que o empreendedor e o investidor estejam protegidos juridicamente e por esta forma justifica-se o estudo desta monografia, a fim de provocar à produção acadêmica a cada vez mais abordar o assunto do venture capital e das responsabilidades civis nos contratos de investimento, área esta que cresce e é uma das mais promissoras ao operador do Direito. E, não obstante, visualiza-se clara a relevância dos contratos de investimento também para proteger as partes de possíveis lacunas existentes na legislação brasileira e, assim, mitigar os possíveis riscos do negócio.

Ainda, como foi apresentado no presente trabalho, é possível que sejam alcançados recursos para figurar a segurança jurídica nos contratos de investimento fora da legislação e não onerar excessivamente o empreendedor. Muitas delas são disposições modernas e técnicas jurídicas relativamente novas. Com isso, é indispensável que o próprio Direito se atualize constantemente para acompanhar o dinamismo do mercado e garantir a real segurança jurídica aos envolvidos, não gerando a responsabilização excessiva de apenas uma das partes.

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI). **Estudo Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. Coordenado por Cássio Marx Rabello da Costa. Brasília: ABDI, 2011.

AMARAL, Francisco. **Da irretroatividade da condição suspensiva no direito civil brasileiro**. Rio de Janeiro: Forense, 1984.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL (ABVCAP). **Investimento em venture capital em 2021 é recorde e alcança R\$ 33,5 bilhões**. [S.l.]: ABVCAP, KPMG. Publicado em 01 out. 2021. Disponível em: <https://www.abvcap.com.br/sala-de-imprensa/noticias-abvcap.aspx?id=5119>. Acesso em 05 set. 2022.

ANTE, Spencer E.; WEISUL, Kimberly. **And Google Begat...** [S.l.]: Business Week, fev. 2010. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2010-02-25/and-google-begat?leadSource=uverify%20wall>. Acesso em: 13 out. 2022.

BANCO CENTRAL. **Estatísticas do setor externo** – todas as publicações. Brasília: Banco Central, 2022. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/historicosetorexterno>. Acesso em: 05 set. 2022.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 14 out. 2022.

BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 16 out. 2022.

BRASIL. **Lei nº 3.071, de 1 de janeiro de 1916** (revogada pela Lei n. 10.406 de 10 de janeiro de 2002). Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l3071.htm. Acesso em: 16 out. 2022.

BRASIL. **Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp155.htm. Acesso em: 24 out. 2022.

BRASIL. **Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp182.htm

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). **Apelação Cível nº 1074847-88.2016.8.26.0100**. Rel. Ricardo Negrão. Julgado em 2 fev. 2021. Publicado em 04 fev. 2021. Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/tj-sp/1163971413>. Acesso em 30 out. 2022.

BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo (2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial). **Apelação cível nº 1012467-48.2018.8.26.0071**. Rel. Sergio Shimura. Julgado em 24 ago. 2021. Publicado em 25 ago. 2021. Disponível em:

<https://www.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/tj-sp/1270255110>. Acesso em 30 out. 2022.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (3ª Turma). **Recurso Especial nº 1658648 SP 2017/0014927-4**. Rel. Min. Moura Ribeiro. Julgado em 7 nov. 2017. Publicado em 20 nov. 2017. Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/stj/523916632>. Acesso em 30 out. 2022.

BRASIL. **Lei Complementar nº 155, de 27 de outubro de 2016**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp155.htm. Acesso em: 30 out. 2022.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 17. ed. São Paulo: Atlas, 2019.

CARVALHO, Antonio Gledson de (et al.). **A indústria de private equity e venture capital – primeiro censo brasileiro**. São Paulo: Editora Nonono, 2005. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13444/A_INDUSTRIA_DE_PRIVATE_EQUITY_EVENTURE_CAPITAL_PRIMEIRO_CENSO_BRASILEIRO.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 11 out. 2022.

CASTRO, José Roberto. **As commodities e seu impacto na economia do Brasil**. São Paulo: Nexo. Publicado em 31 mar. 2016. Disponível em: <https://www.nexojornal.com.br/explicado/2016/03/31/As-commodities-e-seu-impacto-na-economia-do-Brasil>. Acesso em: 12 out. 2022.

CAVALIERI FILHO, Sergio. **Programa de Responsabilidade Civil**. São Paulo: Atlas, 2014.

CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo (et al.). **Capital de risco no Brasil: a atuação do fundo de capital semente CRIATEC**. Porto Alegre: Revista Análise, vol. 22, n. 2, jul./dez. 2011. Disponível em: <https://revistaseletronicas.pucrs.br/index.php/iberoamericana/N%C3%83%C6%92O%20https://www.scimagojr.com/index.php/face/article/view/7608>. Acesso em: 12 out. 2022.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de Direito Comercial**. 23. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

CREMADES, Alejandro. **The art of startup fundraising: pitching investors, negotiating the deal, and everything else**. Nova Jersey: John Wiley & Sons, 2016.

CRUZ, Vinícius dos Santos Neres da. **Limitação de responsabilidade patrimonial dos fundos de investimento de private equity e venture capital**. Florianópolis: Universidade Federal de Santa Catarina, Graduação em Direito, 2016. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/172861>. Acesso em: 14 out. 2022.

DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito civil brasileiro – Vol. 3**. São Paulo: Saraiva, 2008.

FACHIN, Luiz Edson. **Doutrinas Essenciais** – Obrigações e Contratos. São Paulo: RT, 2011.

GOETLES, Paul; LERNER, Josh. **The venture capital Revolution**. [S.l.]: Journal of Economic Perspectives, vol. 15, n. 2, jan. 2001. Disponível em: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.15.2.145>. Acesso em: 11 out. 2022.

GOMES, Alexandre Gir. **Sociedades Não Personificadas no Código Civil**. In. WALD, Arnaldo (Org.). **Doutrinas Essenciais Direito Empresarial: vol. I – Teoria Geral da Empresa**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

GOMPERS, Paul (et al.). **Venture capital investment cycles: The impact of public markets**. [S.l.]: Journal of Financial Economics, vol. 87, n. 1, jan. 2008. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X07001419>. Acesso em: 11 out. 2022.

GONÇALVES, Carlos Roberto. **Direito Civil Brasileiro – volume 1**. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2018.

GUERRA, Pietra. **Um ano de e pandemia e dos sucessivos circuit breakers: o que esse período ensinou (ou deveria ter ensinado) aos investidores**. São Paulo: InfoMoney. Publicado em 22 mar. 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/colunistas/convidados/um-ano-de-pandemia-e-dos-sucessivos-circuit-breakers-o-que-esse-periodo-ensinou-ou-deveria-ter-ensinado-aos-investidores/>. Acesso em: 14 out. 2022.

LARENZ, Karl. **Derecho Civil: parte general**. Trad. Esp. Caracas: Edersa, 1978.

LOPES, Miguel Maria de Serpa. **Curso de direito civil – vol. 1**. 5. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos. 1917.

LOTUFO, Renan. **Código Civil Comentado – vol. 1**. São Paulo: Saraiva, 2003.

LOUREIRO, Luiz Guilherme. **Contratos no novo código civil**. 2. ed., São Paulo: Método, 2004.

LUNA, Francisco Vidal. **Pequenas empresas e Médias Empresas e a atuação do venture capital**. São Paulo: Revista Tibiriça, vol. 18, jan./jun. 1983. Disponível em: http://historia_demografica.tripod.com/pesquisadores/paco/pdf-paco/ar25.pdf. Acesso em: 11 out. 2022.

MAGALHÃES, Juliano Machado de (et al.). **Vantagens proporcionadas às pequenas e médias empresas por meio da união em redes de cooperação no contexto do venture capital**. Curitiba: Revista de Administração Contemporânea, vol. 13, n. 4, out./dez. 2009. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rac/a/NPmqdJ78LBq9SFxdLVmjTTP/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 11 out. 2022.

MAIA, Torben Fernandes (et al.). **Riscos do investidor-anjo e limites de sua responsabilidade em startups**. São Paulo: Research, Society and Development, vol. 10, n. 6, 2021.

MEIRELLES, Jorge Luís Faria (et al.). **Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica**. São Carlos: Revista Gestão e Prod., vol. 15, n. 1, jan./abr. 2008. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/gp/a/hsngkDHTxbMkX96TwZFfZNF/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 12 out. 2022.

METRICK, Andrew. **Venture Capital and the Finance of Innovation**. Danvers: Wiley, 2007.

MORA, Mônica. **A evolução do crédito no Brasil entre 2003 e 2010**. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2016. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/3537/1/td2022.pdf>. Acesso em: 12 out. 2022.

MOREIRA ALVES, José Carlos. **A Parte Geral do Projeto de Código Civil brasileiro**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

MOREIRA, Felipe. **B3 (B3SA3): número de investidores pessoa física sobe 43,7% em março; volume médio diário em ações cai 12,6%**. São Paulo: Infomoney. Publicado em 11 abr. 2022. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/b3-b3sa3-numero-de-investidores-pessoa-fisica-sobe-437-em-marco-volume-medio-diario-em-acoes-cai-126/> Acesso em: 15 out. 2022.

NERY, Rosa Maria de Andrade. **Doutrinas essenciais – Responsabilidade civil**, São Paulo: RT, 2010.

OLIVEIRA, Khadja; BEZERRA, Lucas. **A responsabilidade em contratos de investimentos**. São Paulo: Consultor Jurídico. Publicado em 30 mai. 2021. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2021-mai-30/opiniaio-responsabilidade-contratos-investimentos>. Acesso em: 14 out. 2022.

OIOLI, Erik Frederico; RIBEIRO JR., José Alves; LISBOA, Henrique. **Financiamento da startup**. In: OIOLI, Erik Frederico. Manual de direito para startups. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

PARENTE, Norma Jonssen. CARVALHOSA, Modesto (coord.). **Tratado de direito empresarial**, v. 6. 2. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

PAVANI, Claudia. **O capital de risco no Brasil: conceito, evolução e perspectivas**. Rio de Janeiro: E-papers, 2003.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Condomínio e incorporações**. 4 ed. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**. 12. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

PINTO, Luciane F. Gorgulho. **Capital de risco: uma alternativa de financiamento às pequenas e médias empresas de base tecnológico – O caso do CONTEC**. Rio de Janeiro: Revista do BNDES, vol. 4, n. 7, jun. 1997. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/11176/1/RB%2007%20Capital%20de%20risco%20-%20uma%20alternativa%20de%20financiamento%20%c3%a0s%20pequenas%20e%20m%c3%a9dias%20empresas%20de%20base%20tecnol%c3%b3gica_P_BD.pdf. Acesso em: 12 out. 2022.

PORTO, Éderson Garin. **Manual jurídico da startup**. 2. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2020.

PRADO, Viviane Muller. **Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores**. In: Modesto Carvalhosa; Luiz Gastão Paes de Barros Leães; e Arnaldo Wald (Org.).

RODRIGUEZ, Peter L. **Institutions Matter: Angel Investing and Market Development in Latin America**. In: O'HALLORAN, Elizabeth F.; RODRIGUEZ, Peter L.; VERGARA, Felipe. An Executive Briefing on Angel Investing in Latin America. [S.l.]: 29 Charlottesville: Batten Institute at the Darden Graduate School of Business Administration, 2005.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. **Manual de direito empresarial**. São Paulo: Saraiva Educação, 2020.

TARTUCE, Flávio. **Teoria Geral do Contratos e Contratos em Espécie**. São Paulo: Editora Método. 10ª Edição. 2015.

TIMM, Luciano Benetti. **Direito e economia no Brasil**. 2. ed. São Paulo Atlas 2014.

TREVISAN, Marco Antonio. **Responsabilidade civil pós-contratual**, in NERY JUNIOR, Nelson.

VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito Civil: responsabilidade civil**. São Paulo: Atlas, 2011.

VENOSA, Sílvio de Salvo. **Teoria Geral das Obrigações e Teoria Geral dos Contratos**. São Paulo: Atlas, 2008.

VILLAS BÔAS, Regina Vera. **Marcos históricos relevantes da História da Responsabilidade Civil**; Revista dos Tribunais. Ano 100. Junho/2011, Vol. 908. SP: RT, p. 145-169.

VILLAS BÔAS, Regina Vera. "**Concretização dos postulados da dignidade da condição humana e da justiça: vocação contemporânea da responsabilidade civil**". Revista de Direito Privado - Coord. N. Nery e R. M Nery - Ed. Revista dos Tribunais – Ano 12 - nº 47 – Jul/set – 2011, pp.121-159.

VILLAS BÔAS, Regina Vera. “**Perfis dos conceitos de bens jurídicos**”. Revista de Direito Privado - Coord. N. Nery e R. M Nery - Ed. Revista dos Tribunais – Ano 10 - nº 37 – Jan/mar – 2009, pp.209-241.

ZIRPOLI, Rodrigo Domingos. **Contrato de Mútuo Conversível em Participação Societária**. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Dissertação de Mestrado em Direito Comercial, 2022. Disponível em: <https://tede.pucsp.br/bitstream/handle/25999/1/Rodrigo%20Domingos%20Zirpoli.pdf>. Acesso em: 14 out. 2022.