Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
PUC-SP

Cesar Augusto Rodrigues de Carvalho

A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento em Participações

Mestrado em Direito Comercial

São Paulo

2019

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
PUC-SP

Cesar Augusto Rodrigues de Carvalho

A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento em Participações

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em direito comercial, sob a orientação da Profa. Dra. Maria Eugênia Reis Finkelstein

Mestrado em Direito Comercial

São Paulo

2019

Banca Examinadora

_____

_____

_____

AGRADECIMENTOS

À minha mulher, Luciana, e aos meus filhos, Lívia, Lucas e Rafael, donos dos olhares e dos pensamentos que ditam os caminhos da minha vida.

Aos meus pais, irmãos e demais familiares, pela compreensão e constante demonstração de apoio.

Aos meus colegas de escritório, por todas as experiências compartilhadas.

À minha orientadora, Profa. Dra. Maria Eugênia Reis Finkelstein, pela imprescindível revisão e orientação.

RESUMO

CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. *A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento em Participações*. 2019. Dissertação (Mestrado em Direito). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

O presente trabalho tem por objetivo principal a análise da natureza jurídica dos fundos de investimento em participações, bem como de seu regime legal. Para tanto, primeiramente, com o intuito de situar tais fundos perante a história de nosso mercado de capitais e elucidar a origem e razão de seus principais atributos, destacaremos os fatos que perfizeram o seu nascimento e evolução no país, inclusive os aspectos legislativos e práticos que nortearam o seu desenvolvimento. Descreveremos, outrossim, as suas características e regime jurídico, ao mapear as estruturas legais que formam a referida modalidade de fundos, destacando sua configuração e diversas particularidades. Faremos, então, o estudo da natureza jurídica dos fundos de investimento e, em especial, dos fundos de investimento em participações, expondo as principais teorias e doutrinas existentes acerca do tema, bem como fazendo uso do direito comparado. Da discussão sobre a natureza jurídica, serão exploradas outras questões legais, com implicações práticas, atinentes aos fundos de investimento em participações, tais como o exercício do poder de controle e a responsabilidade dos cotistas e prestadores de serviço do fundo. Ao final, demonstrar-se-á que a busca por uma melhor compreensão da natureza e da essência dos fundos de investimento em participações, bem como de suas características fundamentais, irá auxiliar o operador da estrutura e do direito a situar o instituto no universo jurídico que o circunda, assim como a resolver problemas práticos e teóricos que há muito acompanham os fundos de *venture capital* e *private equity* no Brasil.

Palavras-Chave: Mercado de Capitais; Fundos de Investimento em Participações; Natureza Jurídica; Regime Legal; Limitação de Responsabilidade dos Cotistas; Poder de Controle; Responsabilidade dos Cotistas e Prestadores de Serviço dos Fundos de Investimento em Participações.

ABSTRACT

CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. *The Legal Nature of the Private Equity Funds*. 2019. Dissertation (Master's in Law). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

The main purpose of this study is to analyze the legal nature of the private equity and venture capital funds, as well as their legal framework. To this end, firstly, in order to situate such funds in the history of our capital markets and to elucidate the origin and reason of their main attributes, we will highlight the facts that leaded their initiation and evolution in the country, including the legal and practical aspects that guided their progress. We will also describe the characteristics and legal framework of such funds, by mapping the legal structures that form them, emphasizing their configuration and various particularities. We will then study the legal nature of the investment funds and, in particular, of the private equity and venture capital funds, exposing the main existing theories and legal literature on the subject, as well as making use of comparative law. Further discussions on the legal nature will allows us to explore other issues, with practical implications for private equity and venture capital funds, such as the exercising of the power of control and the liability of the quotaholders and service providers of the fund. Lastly, it will be demonstrated that the search for a better understanding of the nature and essence of the private equity and venture capital funds, as well as of their fundamental characteristics, will assist the operator of the structure to place the fund in its legal framework and to solve practical and theoretical issues which have long accompanied venture capital and private equity funds in Brazil.

Keywords: Capital Markets; Private Equity and Venture Capital Funds; Legal Nature; Legal Framework; Quotaholders Liability Limitation; Power of Control; Liability of Quotaholders and Service Providers of the Private Equity and Venture Capital Funds.

SUMÁRIO

Introdução ..... Pág. 9

I. Referências Históricas Dos Fundos De Investimento ..... Pág. 17

1.1 Origens Remotas dos Fundos de Investimento ..... Pág. 17

1.2. Inglaterra ..... Pág. 20

1.3. Estados Unidos da América ..... Pág. 23

1.4. União Europeia e Certos Países-Membros ..... Pág. 25

1.5. Os Fundos de Investimento no Brasil ..... Pág. 29

1.6. A Opção Histórica Brasileira pela Natureza Condominial, a Medida Provisória nº 881/19 e a Lei n° 13.874/19 ..... Pág. 35

1.7. Espécies de Fundos de Investimento no Brasil ..... Pág. 39

II. Características, Evolução, Estrutura, Funcionamento e Regime Legal dos Fundos de Investimento em Participações ..... Pág. 42

2.1. O Surgimento da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* ..... Pág. 42

2.2. Primeiras Iniciativas e a Consolidação dos Fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil ..... Pág. 46

2.3. O Mercado de Capitais e os Fundos de Investimento em Participações ..... Pág. 53

2.4. Conceito, Finalidade e Funcionamento dos Fundos de Investimento em Participações ..... Pág. 60

2.5. Categorias de Fundos de Investimento em Participações ..... Pág. 66

2.5.1. Capital Semente ..... Pág. 68

2.5.2. Empresas Emergentes ..... Pág. 69

2.5.3. Infraestrutura (FIP – IE) e Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) ..... Pág. 70

2.5.4. Multiestratégia ..... Pág. 71

2.6. Constituição e Registro dos Fundos de Investimento em Participações ..... Pág. 72

2.7. Distribuição de Cotas ..... Pág. 73

2.8. As Cotas de Emissão dos Fundos de Investimento em Participações e a Relação Jurídica com seus Detentores (os Cotistas) ..... Pág. 76

2.9. Regulamento e o Acordo de Cotistas do Fundo ..... Pág. 79

2.10. Assembleia de Cotistas ..... Pág. 82

2.11. Administração, Gestão e a Relação com os Principais Prestadores de Serviço do Fundo ..... Pág. 83

2.12. Regime Fiscal Aplicável aos Fundos de Investimento em Participações ..... Pág. 88

III. A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento em Participações ..... Pág. 90

3.1. A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento em Geral ..... Pág. 91

3.1.1. Teoria Condominial ou da Copropriedade ..... Pág. 96

3.1.2. Teoria da Propriedade Fiduciária ..... Pág. 109

3.1.3. Teoria da Propriedade em Mão Comum ..... Pág. 111

3.1.4. Teoria da Organização Associativa ..... Pág. 112

3.1.4.1. Personalidade Jurídica, Separação Patrimonial e limitação de responsabilidade ..... Pág. 113

3.1.4.2. Conceito e os Elementos Necessários para a Caracterização das Sociedades Empresárias ..... Pág. 116

3.1.4.3. Conceito e os Elementos Necessários para a Caracterização dos Fundos de Investimento ..... Pág. 121

3.1.4.4. Compatibilidade entre os Elementos Necessários para a Caracterização das Sociedades Empresárias e os Requisitos Essenciais de Formação dos Fundos de Investimento ..... Pág. 124

3.2. Personalidade Jurídica, Separação Patrimonial e Limitação da Responsabilidade sob a Perspectiva da Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento ..... Pág. 131

3.3. O Estudo da Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento em Geral Aplicado aos Fundos de Investimento em Participações ..... Pág. 135

3.4. Notas sobre Direito Comparado e a Inclinação Internacional na Adoção de um Regime Societário para os Veículos de Investimento em Capital de Risco, Limitador da Responsabilidade de seus Investidores ..... Pág. 142

3.5. A Adoção do Regime Associativo e da Limitação de Responsabilidade pelos Fundos de Investimento em Participações – A Medida Provisória n° 881/19, a Lei n° 13.874/19 e uma Nova Proposta Legislativa ..... Pág. 148

IV. Apontamentos Sobre o Poder de Controle e a Responsabilidade do Cotista, do Administrador e do Gestor nos Fundos de Investimento em Participações à Luz do Estudo de Sua Natureza Jurídica ..... Pág. 155

4.1 O Poder de Controle nos Fundos de Investimento em Participações.. Pág. 155

4.2 Responsabilidade dos Cotistas, Administradores e Gestores ..... Pág. 159

Considerações Finais ..... Pág. 163

Referências Bibliográficas ..... Pág. 168

INTRODUÇÃO

O considerável crescimento do mercado de capitais brasileiro nas últimas duas décadas teve por base a estabilização de nossa economia e a superação do catastrófico cenário de superinflação que assolou o Brasil entre a década de 80 e meados da década de 90, base esta que só se mostrou possível em razão da implementação, em 1994, do Plano Real e de suas teses políticas e macroeconômicas.

O aumento dos investimentos externos e o fortalecimento de nossas relações mercantis com outros países, proporcionada pela política de abertura comercial e econômica do referido plano, auxiliou o Brasil a ingressar no moderno cenário da globalização, favorecendo, com isso, o desenvolvimento dos mais variados e atuais dispositivos de estimulação da economia, tais como o próprio mercado de capitais.

A supracitada política monetária, sustentada mesmo com as trocas de governo nas últimas décadas, trouxe à economia local pilares fortes o bastante para que, ainda diante da crise que atingiu, entre 2008 e 2009, o sistema financeiro mundial, o Brasil se mostrasse como um dos países menos impactados e com uma recuperação econômica extremamente célere. Tanto é que a taxa de crescimento do produto interno bruto brasileiro, já em 2010, foi de aproximadamente 7,5%[1], o que levou o mercado de capitais nacional a atrair investidores de todo o mundo, batendo recordes de expansão.

A mencionada estabilidade econômica, o efetivo controle inflacionário e o funcionamento acelerado do setor produtivo brasileiro foram importantes pontos de apoio para a consolidação do mercado de capitais nacional como um dos mais relevantes entre os países em desenvolvimento. Essa expansão, entretanto, não teria sido possível sem que tal mercado fosse também suportado por regras adequadas e continuamente supervisionado, a fim de que lhe fossem garantidas a sustentação, estabilidade e transparência necessárias. Nesse percurso, imensa importância teve a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, tendo

---

[1] BNDES. **A Economia Brasileira: Conquistas dos últimos 10 Anos e Perspectivas para o Futuro**. 2012. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Galerias/Convivencia/Publicacoes/Consulta_Expressa/Tipo/BNDES_Setorial/201210_1.html. Acesso em: 14 de outubro de 2019.

protagonizado a construção de um arcabouço legal, tutelar e fiscalizatório que propiciou a segurança jurídica adequada a todos os participantes do mercado de valores mobiliários local.

A evolução de nosso mercado de capitais e de seus variados mecanismos e processos dependeu, portanto, do desenvolvimento econômico nacional e da gradativa expansão técnica e normativa dos variados meios de captação de poupança popular mediante a emissão de valores mobiliários.

Uma das principais funções do mercado de capitais consiste, justamente, na arrecadação de recursos provenientes daqueles que poupam, por meio da emissão de valores mobiliários, para sua subsequente aplicação na economia, através dos variados agentes econômicos. Por esta razão, o mercado de valores mobiliários é, em conjunto com o mercado financeiro, um dos principais e mais eficientes instrumentos de estímulo econômico e de circulação de moeda na modernidade. No mercado financeiro, por um lado, a relação entre os agentes é intermediada por uma instituição financeira ou entidade assemelhada, que assume os riscos da intermediação de capital e, com isso, onera a relação entre agentes superavitários e deficitários (o dito *spread* bancário). No mercado de valores mobiliários, por outro lado, a conexão entre tais particulares se dá de maneira praticamente direta, por meio de uma emissão de valores mobiliários ou através dos clubes e fundos de investimento.

Esses últimos, embora atuem também como uma espécie de intermediadores econômicos, interligam, sem desvios, os investidores, que buscam segurança, diversificação e rentabilidade em seus investimentos, aos entes deficitários, que visam ter acesso ao crédito menos custoso e mais célere. Encontram-se, assim, sob a égide do mercado de capitais, ausentando-se, por completo, da disciplina legal aplicável ao mercado financeiro, visto que são eles veículos de investimento e não prestadores de serviços financeiros, tais como os bancos.

Os fundos devem ser constituídos segundo uma gama específica de modalidades, diferenciadas especialmente pela natureza dos investimentos que os compõem (imobiliária, ações, direitos creditórios, renda fixa, participações societárias etc.), visando, em especial, informar de antemão os investidores acerca das características, limites e riscos concernentes às aplicações que poderão ser realizadas com os montantes financeiros por eles investidos.

Em consonância com a regulamentação vigente[2], e com os princípios citados acima, os fundos de investimento constituem uma comunhão de recursos proveniente de um ou mais investidores, organizada e constituída sob a forma de um condomínio, captada mediante a emissão de valores mobiliários, destinada à aplicação em diversos ativos financeiros, bens e direitos, assim como administrada e gerida por profissionais especializados, previamente registrados na CVM para o desempenho de tais funções.

Um aspecto diferencial dos fundos em relação às demais modalidades de investimento pertencentes ao mercado de valores mobiliários consiste no fato de que, ao se caracterizarem como veículos de investimento coletivo, permitem que diversos investidores apliquem, assistidos por um gestor profissional, as quantias investidas não apenas em um único instrumento financeiro, mas em vários ativos da espécie adequada ao fundo, lançados no mercado por um número variado de emissores, o que acaba por diluir os riscos atrelados ao investimento realizado. Ademais, é notório que um único investidor, sem unir seus recursos aos de outros investidores por meio de um fundo de investimento, dificilmente conseguiria viabilizar a contratação de uma gestão de recursos especializada.

Logo, pode-se afirmar que os fundos de investimento democratizam o acesso ao mercado de valores mobiliários, uma vez que propiciam o investimento em variados ativos financeiros a investidores que raramente os poderiam deter se atuassem de maneira segregada e não pudessem compartilhar tanto os riscos, quanto os custos envolvidos nessas transações.

Diante desses motivos, fica evidente a razão pela qual os fundos de investimento formam, atualmente, o principal veículo de investimento no Brasil, ficando entre os maiores mercados de fundos de investimento, com um patrimônio equivalente a R$ 4,5 trilhões[3], segundo informações recentemente divulgadas pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA.

Sob os efeitos da mesma evolução econômica, que permitiu ao mercado de fundos brasileiro se desenvolver nas últimas duas décadas, e sujeitos, da mesma forma, a uma recente transformação regulatória coordenada pela CVM, estão os fundos de investimento e

---

[2] Nos termos do art. 3° da Instrução CVM n° 555, de 17 de dezembro de 2014, "*o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros*".

[3] ANBIMA. **Consolidado Histórico dos Fundos de Investimento**. 2019. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm. Acesso em: 22 de janeiro de 2019.

participações – FIP, também comumente conhecidos como fundos de *private equity* e *venture capital*[4], os quais formam o objeto primordial de análise da presente dissertação.

Tais fundos visam, tipicamente, investimentos em pequenas e médias empresas, que, em razão de seu elevado potencial produtivo e tecnológico, porém ainda não completamente explorado, utilizam-se do capital proveniente dos fundos e da contribuição dada pela gestão estratégica de seus respectivos prestadores de serviço, com o objetivo de alcançar maiores níveis de desenvolvimento.

A definição geral de fundo de investimento que expusemos acima, em conformidade com a regulamentação vigente, também pode ser utilizada para compreender os fundos de *private equity* e *venture capital*. Porém, nos termos da recente Instrução CVM n° 578, de 30 de agosto de 2016[5], que faz parte da reformulação regulatória que transformou a indústria nos últimos anos, a comunhão de recursos, neste caso, não se destina à aquisição de qualquer ativo financeiro, mas tão somente de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas. Em qualquer dessas hipóteses, o fundo de investimento em participações deve, necessariamente, participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão[6].

Sob o ponto de vista da companhia investida, a indústria de *private equity* e *venture capital* atua como uma alternativa relevante aos meios de financiamento tradicionais, tais como os pertencentes ao próprio sistema financeiro e às emissões públicas de valores mobiliários do mercado de capitais. Empresas de pequeno e médio porte, ou até mesmo nascentes, não encontram facilidade na obtenção de crédito pelos métodos corriqueiros de financiamento do mercado bancário e pelas ofertas públicas, haja vista a complexidade e os

---

[4] Para todos os fins deste trabalho e exceto se de outra forma expressamente estabelecido, utilizaremos os termos fundo de investimento em participações, fundo de investimento em capital de risco e fundo de *private equity* e *venture capital* como sinônimos, abarcando, em conjunto, todas as suas subcategorias, as quais serão especificamente classificadas e diferenciadas no Capítulo II.

[5] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html. Acesso em: 25 de março de 2019.

[6] Nos termos do art. 5° da Instrução CVM n° 578, de 30 de agosto de 2016, "*O FIP, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, que deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.*".

altos custos envolvidos nessas transações. Desta forma, constata-se um duplo benefício para a sociedade e para a economia com a existência de tais fundos. Ao mesmo tempo que democratizam o acesso por diversos investidores, nacionais e estrangeiros, a ativos de risco, de maneira ordenada e profissional, viabilizam também a captação de recursos por sociedades empresárias ainda emergentes, que apresentam um alto potencial de crescimento, porém com dificuldades de acesso a crédito, em razão da fase inicial de seus negócios, projetos ou planos de expansão.

Essa importante função social e econômica justificou a alta aceitação do mercado brasileiro a tal esquema de investimento coletivo, demonstrada pela sua evolução nos últimos 16 anos. Em dezembro de 2004, um ano após a introdução dos fundos de investimento em participações no mercado de fundos brasileiro, o patrimônio líquido total dos fundos de investimento em participações, segundo dados disponibilizados pela ANBIMA, por meio do Relatório Consolidado Histórico dos Fundos de Investimento[7], era de cerca de R$ 32,4 milhões. Em dezembro de 2008, já havia 73 fundos constituídos, totalizando um patrimônio líquido de aproximadamente R$ 29,5 bilhões. Mesmo durante o período de recessão econômica, entre os anos de 2014 e 2016, o número de fundos de investimento em participações saltou de 683 para 830. Finalmente, em dezembro de 2018, o número de fundos de *private equity* passa para 960, correspondendo a um patrimônio líquido total de R$ 247,8 bilhões, ou seja, quase 5% de todos os recursos aplicados na indústria de fundos brasileira, o que é extremamente significativo, especialmente se levarmos em consideração o fato de que tais fundos representam uma das modalidades mais arriscadas de investimento coletivo do mercado de capitais.

No entanto, mesmo diante dessa ampla importância e da evolução regulamentar do instituto, há uma evidente carência de trabalhos jurídicos sobre os fundos de investimento em participações no Brasil. Foram poucas as dissertações, teses e livros publicados nas últimas décadas, embora existam inúmeros aspectos relevantes e profundos a serem analisados pelos juristas, tanto sob o prisma do direito empresarial, quanto do mercado de capitais, sem contar a própria carência de análise teórica sobre as normas recentemente emitidas pela CVM. Além disso, pouco estudo comparativo foi feito em relação à estrutura jurídica dos fundos de investimento em participações no Brasil e àquela adotada em outros países, tais como os

---

[7] ANBIMA. **Consolidado Histórico dos Fundos de Investimento**. 2019. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm. Acesso em: 22 de janeiro de 2019.

Estados Unidos da América e a Inglaterra, precursores da indústria de *private equity* e *venture capital*.

Assim, tendo em vista a vasta utilização pelos investidores desse diversificado instrumento de investimento, o extenso universo regulatório aplicável e a escassez doutrinária acerca do tema, terá o nosso trabalho o objetivo de estudar e sistematizar os diversos aspectos jurídicos concernentes aos fundos de investimento em participações, com ênfase em sua natureza jurídica, de elucidar didaticamente a regulamentação do setor de *private equity* e *venture capital* no Brasil, assim como de analisar outras importantes questões concernentes ao tema e que se relacionam com a sua natureza jurídica condominial, que, embora apresentem claros desdobramentos práticos, ainda não foram vastamente tratadas, com a devida profundidade, por nossos juristas e especialistas em mercado de capitais, tais como o poder de controle no âmbito desses fundos e a responsabilidade dos cotistas, administradores e gestores que participam de suas operações.

A fim de situar os fundos de investimento em geral perante a história de nosso mercado de capitais e elucidar a origem e razão de seus principais atributos, destacaremos os fatos que perfizeram o seu nascimento e evolução no país, inclusive os aspectos legislativos e práticos que nortearam o seu crescente desenvolvimento.

Após termos apresentado esse histórico acerca dos fundos de investimento, exibiremos, no capítulo segundo, as características gerais dos fundos de investimento em participações, a sua evolução no Brasil e fora dele e o seu regime jurídico. Mapearemos, assim, as estruturas legais que formam a referida modalidade de fundos, destacando sua configuração e particularidades (tais como a sua forma de constituição, operacionalização e aspectos fiscais), a fim de preparar as bases para o estudo dos complexos temas que serão apresentados nos capítulos seguintes.

Tendo exposto as questões basilares descritas acima, estarão abertas as portas para o estudo da natureza jurídica dos fundos de investimento e, em especial, dos fundos de investimento em participações, estudo este que será o cerne da terceira e principal parte desta dissertação. Além de se debruçar sobre as teorias e doutrinas existentes acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento, inclusive à luz da regulamentação de outras jurisdições, exporemos as dificuldades de enquadramento do regime condominial atualmente em vigor. Este estudo será aplicado, então, à realidade específica e prática dos fundos de investimento em participações, conforme apresentadas no capítulo anterior, com o intuito de propor

alternativas para uma melhor adequação entre o regime jurídico aplicável e as modernas características, riscos e mecanismos essenciais à finalidade para a qual tal modalidade de fundos de investimento se propõe, bem como possíveis resoluções para os diversos problemas que surgem da aplicação da natureza condominial aos fundos de *private equity* e *venture capital* e da decorrente falta de personalidade jurídica e limitação de responsabilidade de seus cotistas (ainda inaplicável a esta modalidade de fundos, como veremos).

A propósito, a recente Medida Provisória n° 881[8], de 30 de abril deste ano (também intitulada como a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica), recentemente convertida na Lei n° 13.874, de 20 de setembro de 2019[9], depois de longa tramitação no Congresso Nacional, acertadamente visou resolver ao menos uma dessas dificuldades, estabelecendo a possibilidade de limitação da responsabilidade dos cotistas de fundos de investimento ao valor de suas cotas, conforme vier a ser especificamente regulamentado pela CVM. Porém, a nova lei não tratou de outros embaraços que decorrem de sua natureza jurídica e da falta de personalidade jurídica, os quais serão também objeto de nossa investigação, especialmente no capítulo terceiro. De todo modo, a edição dessa medida e sua conversão em lei, vale frisar, evidencia a pertinência e atualidade de nosso estudo, pois, além de atender a antigo pleito da indústria de fundos (a dita limitação de responsabilidade), apresenta íntima relação com o tema central e os objetivos desta dissertação.

Da discussão acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento em participações e das características e questões específicas, conforme apresentadas, respectivamente, nos capítulos antecedentes, aparecerão outros problemas legais, com implicações práticas, sobre os quais nos debruçaremos ao longo do capítulo quarto. A mais complexa delas trata do poder de controle nos fundos de investimento em participações, especialmente à luz de sua natureza jurídica condominial e do conceito legal de poder de

---

[8] BRASIL. República Federativa do Brasil. **Medida Provisória nº 881, de 30 de abril de 2019**. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, estabelece garantias de livre mercado, análise de impacto regulatório, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/Mpv/mpv881.htm. Acesso em: 3 de maio de 2019.

[9] BRASIL. República Federativa do Brasil. **Lei n° 13.874, de 20 de setembro de 2019**. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis nºs 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei nº 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada nº 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2019/Lei/L13874.htm#art7. Acesso em: 2 de outubro de 2019.

controle e de acionista controlador, notadamente o estabelecido no art. 116[10] da Lei n° 6.404, de 15 de dezembro de 1976[11]. Além disso, o estudo pormenorizado relativo à natureza jurídica dos fundos de investimento em participações e ao seu poder de controle também dará subsídio ao exame das responsabilidades dos cotistas, administradores, gestores e demais participantes da estrutura do referido veículo de investimento.

Em sede de conclusão, demonstraremos que a busca por uma melhor compreensão da natureza e da essência dos fundos de investimento em participações, bem como de suas características fundamentais, tem por finalidade situar o instituto no campo jurídico que o circunda, destacando-o das demais figuras existentes no direito, bem como caracterizar a correta relação jurídica existente entre o fundo e os demais partícipes do negócio a que o mesmo se propõe, tais como os seus cotistas, administradores e gestores, classificando e sistematizando, de maneira correta, seus respectivos direitos, deveres e responsabilidades dentro da estrutura.

Em suma, recai sobre a presente dissertação de mestrado o objetivo de tratar desses variados pontos duvidosos que cercam os fundos de investimento em participações no Brasil, com a finalidade de contribuir para uma profunda compreensão do instituto, buscando sempre a melhor adequação do universo jurídico que lhe é aplicável à realidade fática que envolve o desenvolvimento de suas atividades. É notório que o conjunto de regras, deliberações e decisões emitidas pela CVM sobre o tema até o presente momento, bem como da existência da própria Medida Provisória n° 881/19 e da Lei n° 13.874/19, auxiliam na formação do aludido cenário favorável ao desenvolvimento dos fundos de investimento em participações, mas ainda persiste um longo caminho a ser trilhado sob uma perspectiva jurídico-regulamentar, a fim de que o mercado de *private equity* e *venture capital* brasileiro se consolide como um dos mais seguros do mundo, atraindo cada vez mais investidores nacionais e internacionais, caminho este que pretendemos ajudar a elucidar no transcorrer desta dissertação.

---

[10] "*Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:*
a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia."

[11] BRASIL. República Federativa do Brasil. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedade por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm. Acesso em: 9 de abril de 2019.

CAPÍTULO I

REFERÊNCIAS HISTÓRICAS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Como já salientado na parte introdutória desta dissertação, a análise histórica dos fundos de investimento, mesmo que breve, auxiliará sobremaneira a compreensão da natureza jurídica e da essência dos fundos de investimento em participações no direito brasileiro, em razão da intimidade que as primeiras manifestações práticas do instituto apresentam em relação à sua forma atual, juridicamente adaptada ao nosso ordenamento jurídico.

Além disso, tal reflexão histórica irá assistir a nossa busca em situarmos os fundos de *private equity e venture capital* no estágio regulatório em que se encontram atualmente diante de toda a indústria de fundos em valores mobiliários nacional, tutelada hoje integralmente pela CVM.

1.1 Origens Remotas dos Fundos de Investimento

A introdução do referido veículo de investimento coletivo em nosso direito teve como base e principal inspiração as sociedades de investimento inglesas, que, por sua vez, foram inspiradas nos *trusts*, também nascidos no direito anglo-saxão. Logo, a fim de traçar essa retrospectiva sobre a evolução dos fundos de investimento, partiremos, primeiramente, do surgimento histórico dos *trusts*, para, em seguida, adentrarmos na análise evolutiva das ditas sociedades de investimento e, por fim, dos clubes e fundos de investimento no mundo e no Brasil[12].

Em sua forma originária, que surgiu na era medieval, o *trust* não era utilizado para o investimento em ativos, mas tinha por principal objetivo atender a diferentes funções que visavam, em geral, a administração de um bem (usualmente imóvel) de propriedade de uma

[12] Apoiando tal lógica, Felix Ruiz Alonso assevera que "*não se poderia escrever sobre os fundos de investimento sem fazer alusão ao Investment Trust, porque o fato mercantil que nos ocupa teve início, em fins do século passado, na Escócia (Inglaterra). Entendeu-se aos EE.UU. onde teve e tem uma realidade florescente".* – ALONSO, Félix Ruiz. *"Os Fundos de Investimento*". **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. n. 1. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1971, p. 63.

certa pessoa por terceiros (os *trustees*), em benefício de seu proprietário. Apresentava, então, natureza fiduciária, que justificava e permitia ao terceiro administrador cuidar do bem de acordo com os interesses de seu titular originário e beneficiário, atribuindo a este os eventuais proventos que do bem adviessem[13].

Acerca do conceito de *trust*, Cláudio Finkelstein bem explica que:

> *"(...) um Trust nada mais é que um instituto jurídico de natureza contratual, entretanto desprovido de personalidade jurídica, pelo qual uma pessoa física ou jurídica, denominada grantor ou settlor o cria e transfere a ele ativos de qualquer natureza, incumbindo a um trustee a tarefa de administrar tais ativos, sempre em favor dos beneficiaries, nos exatos termos e nas condições elencadas no texto do Trust (sua parte dispositiva). Ao criar tal instrumento contratual, o settlor, ao transferir esta parcela de direitos ao trustee, deixa de ser o titular dos ativos para efeitos registrais, separando legalmente a propriedade e controle da propriedade beneficiária (equitable ownership), que passam a ser administrados pelo trustee em benefício do settlor, ou em benefício de quem este indicar. O grantor muitas vezes pode ser o próprio trustee. Outras vezes, havendo uma gestão profissional, o titular originário dos ativos pode figurar como protector, quando então terá a possibilidade de gerir os ativos."*[14]

Eduardo Salomão Neto, em clássica obra sobre o tema no Brasil, ao tratar das finalidades do instituto, afirma que:

> *"O trust se consolidou como mecanismo jurídico adaptável a servir a múltiplas finalidades, todas elas tendo em comum a titularidade nominal de patrimônio por pessoa obrigada a administrá-lo em benefício de terceiro.*

---

[13] Neste mesmo sentido, esclarece Ruy Rosado Aguiar Júnior que: "*A partir dos antigos 'uses', presentes na Inglaterra medieval, originou-se o trust, instituto peculiar do sistema jurídico anglo-americano, que admite a bipartição da propriedade entre duas pessoas (o que, segundo o entendimento de muitos, não se afeiçoa ao sistema continental, romano-germânico, que é o nosso). René David explica como isso funciona: um indivíduo A (denominado 'settlor') transferia a propriedade de bens a outro, B, para que B, o trustee, os explorasse no interesse de um beneficiário C (denominado 'cestui que trust, aquele que confia). Essa combinação, que evoca a fidúcia do direito romano, era por diversas razões muito útil e muito utilizada na Inglaterra, notadamente porque a mulher casada não podia possuir bens em seu nome, e porque o menor, de acordo com as regras do regime feudal, não podia herdar um imóvel. Mas a common law era incapaz para fazê-la respeitar; ela considerava o trustee um proprietário puro e simples e não reconhecia nenhum caráter juridicamente obrigatório ao compromisso que assumira. O Chanceler, nessas condições, intervinha: ele enviava uma ordem judicial ao trustee e impunha-lhe, sob pena de prisão, ser fiel à promessa. Note-se que a equity – como veio a ser chamada a jurisprudência do Chanceler – não era contrária à common law; ela se limitava a fornecer à common law um complemento; não nega que o trustee seja proprietário. A regra da common law é nesse sentido respeitada, mas a equity impõe, fora e além da common law, obrigações ao trustee. A common law atribuía ao fiduciário a plena propriedade, um direito (legal right), enquanto que para a Chancelaria ele era apenas um proprietário provisório, que podia ser obrigado, pelo direito de equidade (equitable right), prevalente diante da lei, a entregar o bem.*" – AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado de. Aspectos dos Fundos de Investimento. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luis Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Org.). **Estudos jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha**. v. 3. Ribeirão Preto, SP: Migalhas, 2012, p. 289 e 290.

[14] FINKELSTEIN, Cláudio. O Trust e o Direito Brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 72. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 109.

> *Seu regime jurídico preciso foi sendo definido por via jurisprudencial e mesmo legislativa nos períodos subsequentes, em evolução não completada até os dias de hoje. As aplicações do trust também evoluíram com a passagem do mercantilismo ao capitalismo industrial e financeiro, passando o instituto a ultrapassar a esfera de meio de organização de patrimônios privados para tornar-se mecanismo jurídico presente na vida empresarial e na organização de esquemas de investimento coletivo.*"[15]

É sobre esta última forma de *trust*, a que viabiliza um esquema de investimento coletivo, que nos debruçaremos a partir daqui, haja vista que as demais não são de serventia alguma para a compreensão do surgimento e da evolução da natureza legal das sociedades de investimento e, consequentemente, dos fundos[16].

Embora certos autores creiam na ideia de que o surgimento dos *investment trusts* tenha se dado na Bélgica, com a formação da *Societé Génerale dês Pays Bas*, que objetivava o financiamento da agricultura local, há fortes indícios de que a origem de tais estruturas de investimento encontre residência no Reino Unido, mais especificamente na Escócia[17]. Como a referida sociedade belga não reconhecia o princípio da divisão de riscos, o que decorria da análise de suas regras estatutárias, configurando-se apenas como um instrumento facilitador de investimento, uma parte significativa dos autores que escreveram sobre o tema enxergou nas estruturas fiduciárias e societárias do direito anglo-saxão, desenvolvidas desde a Idade Média até a modernidade, o ponto de partida dos *investment trusts* [18].

Peter Walter Ashton, em sua obra pioneira sobre as companhias de investimento no direito brasileiro, esclarece que embora existam algumas entidades predecessoras na França e nos Países Baixos, os *investment trusts* tiveram seus primeiros modelos instituídos por Robert Fleming, na Escócia, já ao final do Séc. XIX[19]. Esses *investment trusts*, que depois se

---

[15] NETO, Eduardo Salomão. **O Trust e o Direito Brasileiro**. São Paulo: Trevisan Editora, 2016, p. 24.

[16] Ruy Rosado Aguiar Júnior lembra que: "*Adaptando-se, pela sua flexibilidade, à atividade mercantil, o trust serviu como modelo para a instituição de fundos de investimento, nos quais o administrador (trustee), ou uma companhia criada para captar poupança, exerce a propriedade dos recursos integrantes dos fundos, figurando o instituidor (settlor) também ordinariamente como beneficiário (cestui que trust).*" – Trecho retirado de: AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado de. Aspectos dos Fundos de Investimento. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luis Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Org.). **Estudos jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha**. v. 3. Ribeirão Preto, SP: Migalhas, 2012, p. 290.

[17] FILHO, Oscar Barreto. **Regime Jurídico das Sociedades de Investimento**. São Paulo: Max Limonad, 1956, p. 86.

[18] FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 65.

[19] Vale dizer, também, que Bernard Pajiste chega a destacar que na própria França houve uma tentativa frustrada de constituição de uma sociedade de investimentos, em meados do Séc. XIX. No entanto, a tentativa exitosa, afirma o autor, se deu realmente na Inglaterra, como segue: "*Infelizmente, o projeto desta companhia, que deveria iniciar a verdadeira atividade da aplicação indireta, não teve a oportunidade de se realizar, porque o*

proliferaram com grande sucesso na Inglaterra, também deram base às ditas sociedades de investimento[20], que, em conjunto com a figura anterior, formam as fontes inspiradoras dos modernos fundos de investimento.

É por esta razão que passaremos a estudar os acontecimentos que circundaram o surgimento de tais veículos de investimento no Reino Unido, mais especificamente, na Inglaterra, para, em seguida, explorarmos a sua constante progressão, mesmo que mais tardia, em outros países.

1.2 Inglaterra

O desenvolvimento do império marítimo inglês que, muitas vezes, foi financiado por companhias de investimento, tais como a Companhia das Índias Orientais, formada no início do Séc. XVII, possibilitou a criação de um inédito arcabouço legal e regulatório envolvendo o direito societário e, também, o mercado de ações naquele país.

Essa prática mercantilista típica do imperialismo anglo-saxão gerou um ambiente de especulação sobre as quotas representativas de participação emitidas por tais sociedades de investimento (*joint enterprises*), que refletiam, em outras palavras, a natureza de títulos de investimento coletivo, cujo rendimento não decorria dos esforços diretos do investidor, mas das atividades produtivas e de serviços prestadas pela própria entidade investida. Por meio dessas sociedades de investimento, buscava-se não apenas dividir os riscos de seus negócios entre os diversos detentores de seus títulos, como também distribuir os eventuais lucros de seu sucesso econômico.

Como era de se esperar dentro do ambiente de formação em que se encontravam, as sociedades de investimento, ainda embrionárias em começo de Séc. XVIII e sem estarem sujeitas a regulamentação específica, passaram a ser utilizadas meramente para fins

---

governo francês tinha recusado autorizar a emissão das obrigações previstas. Todavia, a semente já tinha sido lançada. Se ela não conseguiu se fixar na França, os frutos não tardaram a ser colhidos, - sobretudo na Inglaterra – onde, após 1860, numerosas companhias de aplicação indireta surgiram. Estas sociedades traziam o nome de 'Investment Trust' e o objetivo de sua atividade era a aplicação." – PAJISTE, Bernard. **Investimentos.** 2ª ed. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1958, p. 175.

[20] ASHTON, Peter Walter. **Companhias de Investimento**. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1963, p. 152.

especulativos. Em outras palavras, criavam-se tais sociedades para captação de poupança popular, sem que seus projetos demonstrassem um rigor mínimo de viabilidade econômica.

Para inibir as atividades puramente especulativas, que, em muitas ocasiões, viabilizavam fraudes financeiras, as quais podiam comprometer até mesmo a saúde das funções governamentais, o governo inglês sancionou, em 1720, o *Bubble Act*, que vedou a constituição de companhias abertas de investimento coletivo sem a prévia e devida aprovação do governo monárquico britânico, demonstrando, já desde o início, a razão pela qual a regulação quase sempre se fez presente e necessária dentro do universo das emissões públicas e da participação coletiva em ativos[21].

Em razão de tal vedação, aqueles que faziam uso de tais sociedades para fins de investimento coletivo passaram a utilizar os *trusts*, que não apesentavam, contudo, natureza societária. Com isso, contornava-se a necessidade de obtenção de autorização estatal, conservando no *trust* a finalidade precípua das sociedades de investimento, qual seja, a de viabilizar o financiamento de determinado projeto, sob administração terceirizada (dos *trustees*), dividindo-se os ônus e quaisquer bônus decorrentes do investimento realizado por seus investidores, de acordo com o quinhão respectivamente aplicado.

Posteriormente, o *Bubble Act* viria a ser revogado, dando margem ao surgimento de leis que visavam facilitar a criação de companhias de investimento, garantindo a elas, inclusive, personalidade jurídica e limitação de responsabilidade sob a forma societária e não de acordo com o dito sistema de direito fiduciário dos *trusts* comuns[22]. Essa limitação de responsabilidade, inclusive, motiva o retorno dos diferentes agentes econômicos ao uso das *investment companies* sob a forma societária e não fiduciária[23].

---

[21] PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento – Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2016, p. 22.

[22] Sobre o tema, Ricardo Santos Freitas esclarece que "*A partir de 1700, a Inglaterra atravessa um período em que as companhias passam a ser usadas para fins fortemente especulativos. Como reação, o Governo britânico publica o Bubble Act em 1720, que proíbe a qualquer estrutura agir de forma análoga a uma companhia sem a existência de um Charter. Isso faz florescer a utilização do Deed of Settlement, isto é, a utilização do trust como forma de companhia sem perturbar o King of Parliament. O Bubble Act foi revogado em 1825. O Joint Stock Companies Registration and Regulation Act de 1844 volta a tornar o processo de incorporação de companhias mais fácil. Em 1855, aprova-se o Limited Liability Act concedendo responsabilidade limitada aos sócios de Joint Stock Companies. Essa legislação é reformulada em 1862 com o advento do Companies Act, que outorga uma disciplina jurídica adequada às sociedades anônimas e aos títulos por elas emitidos.*" – FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 65 e 66.

[23] Vale dizer que embora tais formas, a societária e a fiduciária, fossem utilizadas sob a denominação de *investment trust*, devido à confusão ocorrida durante a vigência do *Bubble Act*, fato é que o novo formato, que abrigava a responsabilidade limitada de seus acionistas, consistia em uma companhia de investimento e não em um *trust* propriamente dito.

Diante de intempéries advindas da falência de certas sociedades de investimento do meio para o final do Séc. XIX, o mercado inglês voltaria, então, a utilizar os *trusts* fiduciários como forma de investimento coletivo[24]. No entanto, tal modalidade é novamente superada pela estrutura societária no início do século subsequente, permanecendo, então, com a denominação antiga de *investment trust*.

A forma fiduciária só retorna ao mercado de investimentos públicos daquele país após a queda da Bolsa de Nova Iorque, a partir de 1930, sob influência das novas tendências introduzidas pelo mercado de capitais norte-americano, as quais trataremos no próximo subcapítulo.

Em 1931, baseado nesta nova tendência regulatória, institui-se, sob a estrutura de um *trust* fiduciário, o *First British Fixed Trust*, considerado por Ricardo de Santos Freitas um marco na indústria internacional de fundos, pois, pela primeira vez, se cria um veículo de investimento que institui uma relação direta entre uma sociedade de gestão de recursos profissional e especializada (o *trustee*) e o *unit holder* (o investidor), em linha com o sentido contemporâneo de administração de recursos de terceiros[25].

Em 1986, o Reino Unido promulga o *Financial Services Act*, já no governo de Margaret Thatcher, que privilegia o *trust* como estrutura ideal de investimento coletivo, dada a herança histórica que acabamos de descrever sobre o instituto. Esse normativo determinava que um *collective investment scheme* só poderia se estruturar por meio de um *trust*, ou seja, sendo vedada a constituição de tal veículo de investimento sob a estrutura societária de uma companhia ou sociedade empresária.

Não obstante, já em 2000, com a promulgação do *Financial Services and Markets Act*, alterado pelo *Financial Services Act 2012* e pelo *Bank of England and Financial Services Act 2016*, houve modificação do regramento e das proibições mencionadas acima, de maneira a autorizar as companhias de investimento a instituir *collective investment scheme*, se autodesignando à captação pública de recursos com o objetivo de investir em ativos

---

[24] Waldemar Ferreira, ao prefaciar obra de Peter Walter Ashton, *in verbis*: "*Crise financeira ocorrida em 1890, trazendo a inquietação no mercado de títulos e a consequente desvalorização destes, perturbou o desenvolvimento daquelas empresas, sofreado por liquidações ruinosas e inevitadas falências. As que lograram sobrevivência houveram de retemperar-se, reorganizando-se tecnicamente e criando novas formas de investimento, sob orientação de prudência e maior segurança administrativa.*" – FERREIRA, Waldemar. Prefácio. In. ASHTON, Peter Walter. **Companhias de Investimento**. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1963, p. 11.

[25] FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 68.

financeiros. Porém, para tanto, deveriam obter registro para funcionamento junto ao órgão regulador específico, o que tornou, com isso, os *trusts* preferíveis à forma societária, por serem mais simples, flexíveis e menos custosos tanto sob uma perspectiva regulatória, quanto em relação à sua constituição, manutenção e operacionalização.

1.3 Estados Unidos da América

Os Estados Unidos da América têm um dos mais importantes mercados de fundos de investimento do mundo há mais de um século, acompanhando a evolução histórica pioneira do tema no Reino Unido, razão pela qual nos parece lógico tratar, agora, da ascensão desses veículos de investimento coletivo naquele país, antes de analisar a estrutura jurídica existente em outras localidades.

A primeira sociedade de investimentos norte-americana foi a *Massachussets Hospital Life Insurance Company*, que já no início do Séc. XIX apresentava características que muito se assemelhavam aos *trusts* ingleses[26]. No entanto, é somente a partir do final do referido século e início do Séc. XX, especialmente depois da primeira guerra mundial, que as sociedades de investimento propriamente ditas começam a surgir com maior preponderância, isto porque é desde então que se evidencia uma enorme concentração de riqueza na economia dos Estados Unidos da América, o que gerava um ambiente dinâmico, aberto e livre para o mercado de capitais e para os esquemas de investimento coletivo[27].

Os *investment trusts* são, diante deste cenário, constituídos com maior frequência, passando de 40 em 1921, para 126 em 1926. Em 1929, ano da quebra da Bolsa de Nova

---

[26] CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2012, p. 44.

[27] Esclarece Bernard Pajiste que: "*Antes da primeira guerra mundial, as companhias inglesas de aplicação tinham se infiltrado no mercado americano. Todavia, os investimentos e as aplicações na América do Norte, realizados pelos 'Investment Trusts' ingleses, eram extremamente modestos, deixando um importante campo para a atividade das empresas nacionais. (...) As causas, que provocaram a evolução fundamental – quantitativa e qualitativa – das companhias americanas de aplicação, após 1924, são em número duas: a riqueza e a capacidade ampliada da poupança; e o papel mais dinâmico do capital americano no quadro das relações políticas internacionais.*" – PAJISTE, Bernard. **Investimentos.** 2ª ed. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1958, p. 182.

Iorque, já havia 760 veículos de investimento, número este que se vê bastante reduzido nos anos subsequentes, em função da crise econômica que sucedeu a tal evento[28].

Estudos produzidos pela *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC)[29] em torno da crise financeira surgida em 1929 demonstraram que a rentabilidade dos investimentos realizados pelos *investment trusts* foi demasiadamente impactada pela situação econômica americana naquela época. A reduzida regulamentação aplicável ao mercado financeiro e de capitais acabou permitindo que as companhias investidas por tais fundos pudessem se alavancar de maneira bastante significativa e arriscada, na tentativa de viabilizar seus negócios em anos anteriores, potencializando, assim, as consequências danosas advindas da crise.

A partir desse cenário de depressão econômica e de sua relevância para o até então crescente mercado de valores mobiliários local[30], passam o governo central e o congresso norte-americanos, bem como a própria SEC, a propor uma série de regulamentações sobre as atividades desenvolvidas no âmbito do mercado de capitais e, outrossim, acerca das atividades de administração de recursos de terceiros, nas quais se inseriam os *investment trusts*[31]. Dentre

---

[28] FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 70 e 72.

[29] Instituição governamental norte-americana equivalente, em suas funções e competências, à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) do Brasil.

[30] Sobre a relevância da crise e seus desdobramentos sobre os *Investment Trusts*, bem escreve Pontes de Miranda em seu Tratado de Direito Privado, conforme segue: "*Convém frisar-se que foram as reservas suficientes e o rigor prudencial que permitiram aos Investment Trusts britânicos a resistência à crise de 1929-1934. Não se passou o mesmo com os Investment Trusts dos Estados Unidos da América. Onde as causas dos males? A resposta foi dada por muitos que examinaram a situação das empresas: gestão incontrolada, má escolha de investimentos, imprudência e especulação, ligação íntima com bancos, má divisão. Mais de noventa por cento de investimentos foram perdidos. Aliás, já em 1928 investigações levaram à lei californiana sobre os Investment Trusts, que lá se criaram, e apresentaram-se recomendações a Investment Bankers Association; em 1929, conheceu-se o relatório da National Association of Securities Commissioners, e o Stock Exchange teve regulamento para admissão à cotação dos títulos dos Investment Trusts (cf. Philippe Schwob, Les "Investment Trusts" aux Etats-Unis, 181), revisto em 1939.*" – MIRANDA, Pontes. **Tratado de Direito Privado**. v. 51. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984, p. 283.

[31] Waldemar Ferreira, ainda ao prefaciar obra de Peter Walter Ashton, nos explica que: "*O desenvolvimento desse grande país se acentuou extraordinariamente depois da guerra de 1914 a 1918. Tendo de proceder a sua restauração econômica em condições de poder cooperar com os seus aliados em sua reconstrução, promoveu pelo Edge Act of 1919 a constituição de empresas com a finalidade de lançar obrigações e títulos à subscrição pública, a fim de obtenção de recursos para o financiamento de compras aos países europeus depauperados pela guerra. Acarretou isso crescente formação de grandes e inúmeras Investment Trusts e Investment Companies, que de certo modo teriam contribuído para a crise manifestada em 1929. Revelou relatório da Investment Bankers Association of America que mais de 1 bilhão e meio de dólares teriam sido os valores detidos pelos Open-end Investment Trusts e mais de cinquenta milhões os recolhidos pelos Closed-end Trusts. Inquéritos se abriram logo depois pela Securities and Exchange Commission, incumbida de estudar as companhias de investimento, assim em sua organização legal, como na sua técnica e sobretudo quanto às operações constituintes de seus objetivos. Os relatórios elaborados e os debates surgidos não tardaram que fossem aproveitados, originando dois projetos de lei, apresentados em 1940, simultaneamente no Senado pelo*

essas leis, podemos citar o *Securities Act*, de 1933, o *Securities Exchange Act*, de 1934, o *Trust Indenture Act*, de 1939, *Investment Advisers Act*, de 1940, e o *Investment Company Act*, do mesmo ano, este último de extrema importância para a indústria de fundos norte-americana, especialmente por ter trazido regras sobre o registro, manutenção e responsabilidade aplicáveis às sociedades e aos agentes econômicos que nelas atuam, eliminando conflitos de interesses, inclusive por meio da divulgação de informações relevantes[32].

Tal ato definiu as sociedades de investimento como sendo, em geral, aquelas que investem, reinvestem ou negociam, em seu próprio nome ou em nome de terceiro, valores mobiliários, e que, ademais, ofertam publicamente valores mobiliários de sua própria emissão. Além disso, classificou as diferentes formas de sociedades de investimento, versando especificamente sobre o *Unit Investment Trust*, estrutura de natureza fiduciária, organizada na forma dos já citados *trusts* ingleses, emissora de *units* sem direito a voto e sem administração própria, bem como as *Management Companies*, cuja estrutura configurava um ente societário de investimento coletivo aberto (emissor de ações resgatáveis a qualquer tempo) ou fechado (que não emite ações resgatáveis)[33].

1.4 União Europeia e Certos Países-Membros

Holanda, França e Bélgica são países de direito positivo, sobre os quais não se aplica o regime de direito consuetudinário atinente aos estados citados nos subcapítulos anteriores (*commom law*) e, por esta razão, deram ensejo ao surgimento de fundos de investimento modernos organizados sob um regime jurídico diferente das formas societárias e fiduciárias das sociedades de investimento e dos *trusts*, conforme exploradas na análise feita até aqui.

Senador Robert F. Wagner e na Câmara dos Representantes pelo Deputado Clarrence F. Lea, que confluíram no Investment Act of 1940 e, concomitantemente, no Investment Advisors Act of 1940, que estabeleceram o novo regime das companhias de investimento pelo exercício da profissão de conselheiros dessas companhias." – FERREIRA, Waldemar. Prefácio. In. ASHTON, Peter Walter. **Companhias de Investimento**. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1963, p. 11 e 12.

[32] ESTADOS UNIDOS. U.S. Securities and Exchange Commission - SEC. **The laws that govern the securities industry**. Disponível em: https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html#invcoact1940. Acesso em: 27 de fevereiro de 2019.

[33] ESTADOS UNIDOS. Estado Unidos da América. **Investment Company Act of 1940**. Disponível em: http://legcounsel.house.gov/Comps/Investment%20Company%20Act%20Of%201940.pdf. Acesso em: 27 de fevereiro de 2019.

Em razão da dificuldade de adaptação das formas jurídicas preexistentes naqueles países continentais às citadas modalidades de investimento coletivo anglo-saxãs, do fato de serem estados constituídos sob um regime de direito positivo, no qual não se inova em matéria de direito real ou societário sem lei prévia que autorize a nova figura jurídica, bem como das ineficiências fiscais que adviriam da criação dos fundos sob as formas societárias pretéritas, Holanda, França e Bélgica, após o início da segunda metade do Sec. XIX, deram início a novas estruturas legais, espelhando especificamente os *trusts*, denominadas fundos comuns de investimento (*fond commun de placement*)[34].

Tais fundos consistiam em uma comunhão de recursos de titularidade de diversos investidores, gerida por um administrador especializado e profissional, e aplicados em valores mobiliários em nome deste, porém em benefício daqueles. Os recursos investidos eram mantidos sob a guarda de uma instituição de custódia e a sua aplicação em ativos, a mando do administrador, deveria obedecer a um regulamento previamente aprovado pelos investidores do fundo[35].

Ricardo de Santos Freitas, ao citar artigo de Walter Van Gerven sobre essa inovação jurídica, destaca que tal autor chegou a afirmar que, embora a comunhão de recursos fosse detida por seus cotistas em regime de copropriedade, estariam eles impedidos de adquirir fração ideal dos ativos que compunham o fundo ao resgatarem suas respectivas cotas, mas poderiam, contudo, receber em dinheiro o valor correspondente à sua participação, o que figura, na verdade, como uma restrição ao direito de propriedade vigente nos referidos países para as organizações condominiais[36].

Denota-se disto que tal figura, existente em tais países até hoje, foi, de fato, constituída sob um regime de copropriedade indivisa (o que não respeitava as regras comuns do condomínio civil daqueles ordenamentos, cuja divisibilidade era pressuposto), com o intuito de se criar um novo instituto, o qual, além de refletir conceitualmente as estruturas

---

[34] VAN GERVEN, Walter. **La forme juridique d'um "investment trust" em Belgique, em France et aux Pays-Bas. In: Revue Internationale de Droit Comparé. 83°.** Anné. Paris: Librairie Génerale de Droit et de Jurisprudence, 1960, p. 539 e segs. Disponível em: https://www.persee.fr/doc/ridc_0035-3337_1960_num_12_3_11681. Acesso em: 27 de fevereiro de 2019.

[35] Segundo Eduardo Cherez Pavia "*O instituto do fundo comum de investimento, constituído sob a forma condominial, foi regulado na França e na Bélgica em 1957, e na Holanda em 1960, não obstante a prática de utilização desse instrumento antes dos respectivos marcos regulatórios nos referidos países*". – PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento – Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2016, p. 31.

[36] FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 78.

precursoras do direito inglês, também justificava, por suas diferenças essenciais, um regime fiscal distinto das sociedades empresárias, sem colidir com os pressupostos jurídicos existentes nos respectivos ordenamentos.

É essa, a propósito, a primeira expressão dos fundos de investimento sob um regime de copropriedade *sui generis*, isto é, sem se adaptar a quaisquer das formas societárias ou fiduciárias clássicas do direito anglo-saxão, regime jurídico este que foi adotado por outros países-membros da União Europeia, tais como Portugal, e, como veremos ainda neste capítulo, também incorporada, de maneira bastante peculiar, pelo direito brasileiro.

Em Portugal, o primeiro diploma legal a tratar dos fundos de investimento foi o Decreto-Lei n° 46.302, de 27 de abril de 1965, que regulava as sociedades gestoras tanto dos fundos mobiliários, quanto dos imobiliários, e as considerava como instituições de crédito. Os fundos mobiliários, por sua vez, foram objeto de regulação específica por meio do Decreto-Lei n° 46.342, de 20 de maio de 1965, e, posteriormente, do Decreto-Lei n° 134, de 2 de maio de 1985, que revogou o anterior. O Decreto-Lei n° 229, de 4 de julho de 1988, unificou o regime dos fundos mobiliários e imobiliários, revogando o diploma legal de 1985[37]. Em 1994, Portugal internaliza, por meio do Decreto-Lei n° 276, de 2 de novembro de 1994, a Diretiva do Conselho nº 85/611/CEE, de 20 de dezembro de 1985, que visava regular, no âmbito dos países-membros da Comunidade Europeia, as regras para os organismos de investimento coletivo em valores mobiliários, tendo reformulado, dentro do direito português, o regime jurídico dos fundos de investimento mobiliários[38].

O referido decreto, aliás, deixava claro que os fundos de investimento, naquele país, constituiriam patrimônios autônomos, pertencentes, no regime especial de comunhão, a uma pluralidade de pessoas singulares ou coletivas, denominadas participantes, que não respondem, em caso algum, pelas dívidas destes ou das entidades que asseguram a sua gestão[39], regime este bastante semelhante àqueles que haviam sido instalados na Holanda, França e Bélgica, conforme visto acima, e que, posteriormente, também se adaptaram à Diretiva do Conselho nº 85/611/CEE, de 20 de dezembro de 1985.

---

[37] BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre. **Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário.** Coimbra: Almedina, 1999, p. 29.
[38] TOMÉ, Maria João Romão Carreiro Vaz. **Fundos de Investimento Mobiliário Abertos.** Coimbra: Almedina, 1997, p. 42.
[39] PORTUGAL. Ministério das Finanças. **Decreto-Lei n° 276, de 2 de novembro de 1994**. Disponível em: https://dre.pt/pesquisa/-/search/621311/details/maximized. Acesso em: 28 de fevereiro de 2019.

No âmbito da Comunidade Europeia, a supracitada diretiva, na intenção de criar um ambiente regulatório mais homogêneo entre os países-membros, que pudesse refletir um mercado de capitais supranacional dentro do continente, estipulava regras acerca dos organismos de investimento coletivo em valores mobiliários[40].

Tal diretiva tornou-se obsoleta diante das transformações dos mercados de valores mobiliários nas últimas décadas, especialmente nos países desenvolvidos. Com isso, uma nova diretiva foi editada pelos Parlamento e Conselho Europeus, revogando a anterior. Trata-se da Diretiva do Conselho nº 2009/65/CE, de 13 de julho de 2009, a qual visou modernizar o mercado de fundos abertos no âmbito de toda a comunidade europeia[41].

A nova diretiva, de maneira bastante ampla, estipulou que os organismos de investimento coletivo em valores mobiliários poderiam assumir a forma contratual, sob o regime condominial, ou, ainda, a forma estatutária, sendo regidos, neste último caso, pelo regime das sociedades de investimento [42].

Embora se aplique exclusivamente aos fundos abertos, tal diretiva nos entrega a exata noção de como a natureza jurídica dos fundos de investimento estava sendo pensada dentro do continente europeu. Isto é, o legislador visou evitar a estipulação de uma forma única de fundo de investimento, justamente para outorgar aos diferentes estados-membros a possibilidade de optar entre as diversas naturezas jurídicas existentes, realizando as adaptações necessárias para atender aos anseios e preocupações dos participantes de seus respectivos mercados de capitais internos, bem como às exigências de seus correspondentes ordenamentos jurídicos.

Feita essa análise prévia internacional, passaremos, agora, a estudar a evolução dos fundos em geral no Brasil, com o objetivo de estabelecer uma conexão clara entre a formação de tais fundos e de seu regime jurídico e os movimentos históricos desenhados até o presente momento, com especial atenção para a maneira como o legislador pátrio, ao longo dessas transformações, optou pela natureza condominial, tendo se baseado nas características dos

---

[40] COMUNIDADE ECONÔMICA EUROPEIA. Conselho das Comunidades Europeias. **Diretiva 85/611/CEE do Conselho, de 20 de dezembro de 1985**. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:31985L0611. Acesso em: 28 de fevereiro de 2019.

[41] CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2012, p. 52 e 53.

[42] COMUNIDADE ECONÔMICA EUROPEIA. Parlamento Europeu e Conselho Europeu. **Diretiva do Conselho nº 2009/65/CE, de 13 de julho de 2009.** Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0065&from=SL. Acesso em: 28 de fevereiro de 2019.

trusts ingleses e norte-americanos, assim como, de maneira parcial, nas adaptações legais feitas pelos países da Europa continental para também abrigar a estrutura de investimento de origem anglo-saxã, como vimos acima.

1.5 Os Fundos de Investimento no Brasil

A figura dos veículos de investimento coletivo, a exemplo do que já ocorria na Inglaterra, Estados Unidos da América e em outros países do continente europeu, manifestou-se como uma interessante inovação a ser trazida à nossa ordem econômica e jurídica, especialmente por servir como versátil alternativa ao mercado financeiro tradicional, ao também auxiliar na distribuição de capital dos entes poupadores aos deficitários.

Nesse sentido, já havia sido abarcada, antes mesmo da década iniciada em 1950, em nosso direito, a dita companhia de investimento, mencionada no Decreto-lei n° 7.583, de 25 de maio de 1945, e regulada, em conjunto com normativos específicos editados pelo Ministério da Fazenda, pelo Decreto-lei n° 9.603, de 16 de agosto de 1946, cujo propósito era, assim como nos fundos de investimento estrangeiros, canalizar investimentos do público em geral para projetos de relevância nacional, tais como aqueles voltados à infraestrutura ou inovação tecnológica.

As primeiras normas específicas disciplinadoras das tais sociedades de investimento foram emitidas pelas Superintendência da Moeda e do Crédito – SUMOC, autoridade responsável pelo controle monetário nacional antes da criação do Banco Central do Brasil, e acompanharam a crescente atividade envolvendo tal forma societária no período pós-segunda guerra mundial, como bem lembra Bernard Pajiste, em obra que relata os acontecimentos históricos dessa época no campo de que ora tratamos[43].

Em 1959, o Ministério da Fazenda editou a Portaria 309[44], que também tratava das companhias de investimento. No entanto, como tais sociedades não se prestavam à estruturação dos fundos abertos seguindo o modelo anglo-saxão, cujas cotas poderiam ser

---

[43] PAJISTE, Bernard. **Investimentos.** 2ª ed. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1958, p. 56.

[44] BRASIL. Ministério da Fazenda. **Portaria n° 309, de 30 de novembro de 1959**. Regula a constituição, o funcionamento e as atribuições das sociedades de crédito, financiamento e das de investimento e institui regime de fiscalização. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/acordos_e_convenios/Portaria_MF_309-1959.pdf. Acesso em: 8 de março de 2019.

resgatadas a qualquer tempo, tal normativo visou inovar a ordem jurídica existente e estabelecer que as companhias de investimento poderiam administrar fundos em condomínio aberto, emissores de certificados nominativos e transferíveis, representativos das correspondentes participações sobre os recursos aplicados pelos investidores.

Vale frisar, diante do cenário traçado, que embora os primeiros veículos de investimento coletivo no Brasil tivessem adotado a forma de sociedades personificadas de investimento ou mesmo de sociedades em conta de participação, não poderiam, contudo, ser consideradas fundos de investimento, ao menos de acordo com a moderna acepção da palavra, a qual leva em consideração as estruturas legais dos fundos constituídos nos Estados Unidos da América e na Europa na mesma época, conforme mencionado nos subcapítulos acima.

A primeira experiência prática brasileira em fundos de investimento em condomínio precede à edição da referida Portaria 309 e consiste, assim, na criação do Fundo de Investimento Crescinco, em 1957, cuja administração era exercida pela Companhia de Empreendimentos e Administração IBEC, uma subsidiária brasileira da empresa nova iorquina *International Basic Economy Corporation*[45], ligada ao grupo Rockefeller.

Tal veículo objetivava, por incentivo do então presidente da república Juscelino Kubitschek, em meio a seu plano de desenvolvimento da indústria brasileira, a concentração de investimentos nos setores automobilístico e de infraestrutura rodoviária nacional e foi o primeiro fundo de investimento brasileiro constituído sob a forma de condomínio[46].

A inovação trazida pela figura do condomínio gerou dúvidas sobre a natureza jurídica adotada por tal modalidade de fundo e, especialmente, sobre qual regime tributário deveria se aplicar aos referidos fundos diante daquele já aplicado às sociedades de investimento. A fim de resolver a ausência de fundamentação jurídica para os fundos constituídos no formato do Fundo Crescinco, editou-se, então, a supracitada Portaria nº 309, em 30 de novembro de 1959.

No âmbito fiscal, ainda antes da edição da citada portaria, promulgou-se a Lei nº 3.470, de 28 de novembro de 1958, que estabelecia, em seu art. 82, que os fundos de investimento constituídos sob a forma de condomínio e administrados por sociedades de

---

[45] ASHTON, Peter Walter. **Companhias de Investimento**. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1963, p. 40 e 41.

[46] CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2012, p. 58 e 59.

investimento fiscalizadas pela SUMOC não seriam considerados pessoas jurídicas e, por conseguinte, não estariam sob o mesmo regime tributário da sociedade de investimento administradora do fundo, para efeito de tributação do Imposto de Renda, evitando, assim, que os rendimentos provenientes de seus investimentos pudessem ser bitributados. Tais rendimentos, conforme a sua natureza, só seriam taxados quando já em poder de seus respectivos condôminos[47].

Aliás, é justamente com a finalidade de explorar essas dúvidas e as incompatibilidades entre as características adotadas pelo Fundo Crescinco e pelo regime jurídico e fiscal aplicável ao nosso condomínio civil, que Peter Walter Ashton escreve a sua obra "Companhias de Investimento", já citada anteriormente, comparando, inclusive, a Portaria 309 e as companhias e fundos de investimento brasileiros aos conceitos dispostos no *Investment Company Act* de 1940, vigente nos Estados Unidos da América[48].

Passada meia década das referidas transformações legislativas, os fundos de investimento voltaram-se para a regulação exclusiva do Banco Central do Brasil, criado em 31 de dezembro de 1964, já sob o regime militar, pela Lei n° 4.595/64[49], que dispunha sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias e criava o Conselho Monetário Nacional, entre outras providências. Por força do disposto nos arts. 49 e 50 da subsequente Lei nº 4.728/65[50], que disciplina o mercado de capitais nacional, tal autarquia federal, junto ao Conselho Monetário Nacional, passou a ser competente para disciplinar as companhias e os fundos de investimentos.

Os supracitados artigos determinavam que, entre outras coisas, dependia de prévia autorização do Banco Central do Brasil o funcionamento das sociedades de investimento que tivessem por objeto a administração de fundos em condomínio ou de terceiros e que a

---

[47] BRASIL. República Federativa do Brasil. **Lei nº 3.470, de 28 de novembro de 1958**. Altera a legislação do Imposto de Renda, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LeIs/L3470.htm. Acesso em: 8 de março de 2019.

[48] ASHTON, Peter Walter. **Companhias de Investimento**. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1963, p. 128 a 132.

[49] BRASIL. República Federativa do Brasil. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 9 de março de 2019.

[50] BRASIL. República Federativa do Brasil. **Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965**. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm. Acesso em: 9 de março de 2019.

administração da carteira de investimentos de tais fundos teria de ser sempre contratada com uma companhia de investimentos.

A referida Lei n° 4.728/65, em conjunto com certos incentivos fiscais promovidos pelo governo federal[51], motivaram, em certa medida, as operações de investimento no país. No entanto, os fundos, enquanto veículos de investimento coletivo, somente vieram a se tornar parte relevante da economia brasileira a partir do final da década de 60. No ano de 1969, como exemplo, foram constituídos aproximadamente 100 fundos de investimento sob o regime condominial[52].

Haja vista o desenvolvimento dos fundos de investimento e com fundamento nas disposições da referida Lei nº 4.728/65, o Banco Central do Brasil, após ter, por um período, vedado às sociedades de crédito a constituição, administração e gerência de fundos mútuos de financiamento e ter enfrentado, com isso, um contundente ato de insatisfação e inconformismo por parte do mercado atuante na área[53], emitiu, então, a Resolução 145, de 14 de abril de 1970, posteriormente alterada, que finalmente regulamentou a constituição e o funcionamento dos fundos mútuos de investimento, sob a forma de um condomínio aberto, o que constitui, podemos dizer, o primeiro regimento legal completo referente à estrutura de fundo tal como a concebemos atualmente[54]. Esse conjunto de regras tinha como especial propósito, além de disciplinar a referida modalidade de fundos, estabelecer claramente que os

---

[51] Mário Tavernard, *in verbis*: "*Com o intuito de estimular os investimentos e o desenvolvimento da atividade empresarial, o governo passou a conceder incentivos fiscais. Nesse contexto, vale citar o Fundo Fiscal 157, ou simplesmente 'Fundo 157', que foi criado pelo Decreto-Lei 157, de 10 de fevereiro de 1967. De acordo com o mencionado decreto-lei, os contribuintes poderiam utilizar parte do imposto de renda devido, nos termos da respectiva declaração, na aplicação em fundos administrados por instituições financeiras para adquirir ações ou debêntures conversíveis de sociedades que atendessem os requisitos previstos na mesma norma.*" – CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2012, p. 61.

[52] ALONSO, Félix Ruiz. "Os Fundos de Investimento". **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. n. 1. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1971, p. 61.

[53] Mário Tavernard, sobre a Resolução n° 103, do Conselho Monetário Nacional, que determinou tal vedação: "*A insatisfação em razão de tal medida foi imediata. As associações de sociedades de crédito, financiamento e investimento chegaram a enviar solicitação formal ao governo para que a legalidade dessa atividade fosse restabelecida, enfatizando a sua importância para a economia nacional.*" – CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2012, p. 62.

[54] Sobre a regulamentação do Conselho Monetário nacional, Ricardo Santos Freitas esclarece que: "*A Resolução n. 145/70 atendia aos anseios dos investidores e administradores, que poderiam seguir com seus objetivos de investimento, e, por outro lado, apaziguava também os receios do Banco Central mencionados anteriormente. Reconhecia-se o fundo como uma estrutura condominial, que deveria ter seus atos constitutivos inscritos no registro competente e inscrição própria no cadastro de contribuintes da Receita Federal, constituindo, no entendimento do legislador, propriedade dos cotistas e não do administrador.*" – FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 82.

recursos investidos pelos cotistas, constituintes do veículo condominial, não se confundiam e deveriam permanecer completamente segregados do patrimônio do administrador do fundo.

A partir de tais marcos legislativos e regulatórios, a indústria de fundos passou a se desenvolver com maior ênfase na economia brasileira. Os programas de incentivo fiscal desenvolvimentistas do Governo Federal começaram, assim, a ser promovidos por meio de fundos de investimento, haja vista a edição, em 12 de dezembro de 1974, do Decreto-Lei nº 1.376[55], que dispunha sobre a criação de fundos de investimento e a legislação do imposto sobre a renda relativa a incentivos fiscais a eles atrelados. Por meio de tal decreto, ficaram instituídos também o Fundo de Investimentos do Nordeste (FINOR), o Fundo de Investimentos da Amazônia, (FINAM) e o Fundo de Investimentos Setoriais (FISET), os quais visavam aplicar recursos captados em empresas que tivessem sido consideradas aptas a receber incentivos fiscais pelas agências de desenvolvimento regional ou setorial, sob a forma de subscrição de ações ou debêntures.

Com a promulgação da Lei nº 6.385/76[56], que criou a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, deu-se início a um problema de dualidade de competência na regulação dos fundos. Em outras palavras, a competência regulamentar sobre os fundos de investimento em geral ficou dividida entre o Banco Central do Brasil e a recém-erigida CVM, tendo ambas as autarquias compartilhado a autoridade para regulação dos fundos de investimento por cerca de 30 anos, como veremos mais à frente.

Nesse período, determinadas regulamentações que advieram de tal competência dicotômica determinaram, para dirimir tal conflito, que os fundos de investimento cujas carteiras fossem constituídas majoritariamente por ativos de renda fixa deveriam permanecer sob a égide regulatória do Banco Central do Brasil e, por outro lado, os fundos que aplicassem a maior parte de seus recursos em ativos de renda variável, tal como muitos valores mobiliários, seriam transferidos para a tutela da CVM[57].

---

[55] BRASIL. República Federativa do Brasil. **Decreto-Lei nº 1.376, de 12 de dezembro de 1974**. Dispõe sobre a criação de Fundos de Investimento, altera a Legislação do Imposto sobre a Renda relativa a incentivos fiscais, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del1376.htm. Acesso em: 9 de março de 2019.

[56] BRASIL. República Federativa do Brasil. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 9 de março de 2019.

[57] PERRICONE, Sheila. "Fundos de Investimento: A política de investimento e a responsabilidade dos administradores". **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**. n. 11. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001, p. 81.

Obviamente, ambas as autarquias apresentavam objetivos e interesses diferentes em seus âmbitos regulatórios. O mercado de valores mobiliários costuma ser mais flexível que o mercado financeiro, especialmente porque, embora ambos tratem de unir entes poupadores e deficitários, assim o fazem, como aludido na parte introdutória deste trabalho, por meio de instrumentos sobremaneira diferentes. O primeiro fiscaliza os diversos agentes econômicos atuantes no sistema de distribuição de valores mobiliários, possibilitando a liquidez dos ativos emitidos por diversas empresas, a fim de capitalizá-las, enquanto o segundo cuida da organização dos sistemas monetário e bancário nacionais, além de supervisionar o sistema cambial.

Essa situação de dualidade de competência perdurou até o início deste século, ou seja, até o surgimento da Lei nº 10.303/01, a qual, ao alterar a Lei n° 6.385/76[58], classificou as cotas de emissão de fundos de investimento como valores mobiliários, estabelecendo o regime através do qual a CVM passou a ser o único órgão governamental competente para regular tais veículos de investimento coletivo no Brasil.

A CVM editou, em 22 de julho de 2003, a Deliberação CVM nº 461[59], esclarecendo ao mercado que, com a nova classificação de valor mobiliário adotada pela supracitada lei e com o fato de a CVM ter passado a fiscalizar os fundos de investimento que anteriormente eram regulados pelo Banco Central do Brasil, todos os normativos publicados pela autarquia que contivessem o termo “valor mobiliário” deveriam englobar as cotas emitidas pelos fundos de investimento.

Ainda, antes de proferir o entendimento acima, a CVM e o Banco Central do Brasil já haviam estabelecido um convênio, em 5 de julho de 2002, de maneira a facilitar a unificação de competência sob a tutela da CVM, do qual resultou a publicação da deliberação acima e da Instrução CVM n° 409, de 18 de agosto de 2004, norma geral aplicável aos fundos de investimento. Com isso, todas as espécies de fundos que eram reguladas pelo Banco Central do Brasil tiveram que, definitivamente, se adaptar e se submeter à regulação exercida pela CVM.

---

[58] O inciso V do art. 2º da Lei n° 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (redação dada pela Lei n° 10.303, de 31 de outubro de 2001) veio determinar que as cotas emitidas por fundos de investimento devem ser consideradas valores mobiliários, e, por conseguinte, encontram-se sujeitas ao regime jurídico aplicável ao mercado de capitais e à fiscalização desempenhada pela CVM.

[59] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação CVM nº 461, de 22 de julho de 2003**. Dispõe sobre o novo conceito de valor mobiliário e sua aplicação aos fundos de investimento. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0400/deli461.html. Acesso em: 9 de março de 2019.

Tal regra geral foi revogada pela recente Instrução CVM n° 555, de 17 de dezembro de 2014[60], que trouxe melhoramentos para a indústria de fundos de investimento, especialmente no que concerne à delimitação das responsabilidades dos prestadores de serviço dos fundos e às regras para a publicação de informações, visando aumentar a transparência e o acesso dos investidores a fatos e eventos relevantes no cotidiano dos fundos.

1.6 A Opção Histórica Brasileira pela Natureza Condominial, a Medida Provisória nº 881/19 e a Lei n° 13.874/19

Mesmo diante das inovações técnicas e normativas descritas acima, os agentes reguladores sempre mantiveram a natureza jurídica de todos os fundos de investimento no Brasil sob o arranjo condominial, sem que houvesse a devida reflexão interna sobre se esta seria a melhor estrutura a ser adotada pelos fundos, fato que, como vimos e veremos ao longo deste trabalho, vem sendo impropriamente perseverado por toda a história e evolução normativa do instituto em nosso ordenamento jurídico, desde a constituição de sua primeira expressão nacional, o Fundo de Investimento Crescinco, em 1957.

Ao contrário do que se via nos países precursores da indústria de fundos de investimentos, não houve diferenciação racional sobre a natureza legal dos diversos fundos de investimento, sejam abertos ou fechados, em razão dos tipos de ativos que viriam a compor suas carteiras, bem como dos interesses e riscos de seus cotistas. As distinções foram estabelecidas por limitações ao tipo de investidor que poderia investir em cada modalidade de fundo e aos ativos que iriam compor as suas respectivas carteiras de investimento, mas sem possibilitar diferentes estruturas, além da condominial, para que tais fundos pudessem se organizar, se compatibilizando, com isso, de maneira mais fiel, às especificidades dessas distintas modalidades.

Por exemplo, os fundos de investimento em empresas emergentes e em participações, também conhecidos como fundos de *private equity* e *venture capital*, nascidos ao longo da década de 90 e começo dos anos 2000, também adotaram, em consonância com essa inércia

---

[60] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html. Acesso em: 25 de março de 2019.

regulatória, a natureza condominial, embora, conforme será melhor explicado no início do próximo capítulo, imponham aos seus cotistas dúvidas, incertezas e riscos completamente diferentes daqueles atrelados a outras modalidades de fundos existentes em nosso mercado de capitais, tais como os fundos de renda fixa, cambiais, imobiliários etc.

Ao serem todas essas modalidades abarcadas sob a mesma forma de condomínio, deixou-se passar, sem o devido direcionamento e cautela, particularidades que deveriam ter sido objeto de profunda discussão e pesquisa, tanto no âmbito acadêmico, quanto regulatório e prático, a fim de que se tivesse endereçado, através do prisma de sua natureza jurídica, as diferentes preocupações que os díspares níveis de risco de cada tipo de fundo impõem aos partícipes da indústria, viabilizando, com isso, uma maior maximização do crescimento de nosso mercado de investimentos coletivos.

Uma reflexão que deveria ter sido feita e posta à prova do mercado em geral, bem como dos reguladores e estudiosos do setor, é a de que existem outras estruturas jurídicas para fundos de investimento em distintos países, tais como as societárias ou especiais, que lhes outorgam personalidade jurídica e limitam a responsabilidade de seus cotistas, protegendo, desta forma, os investidores dos eventuais contratempos que possam decorrer da participação direta em fundos de investimento de alto risco e amparando-os, em suas relações obrigacionais, por meio de uma organização legal distinta e dotada de personalidade.

A evolução dos fundos de investimento, como vimos ao longo deste capítulo, reflete inúmeras transformações, desde seu surgimento, na Europa, até o aparecimento das modalidades de fundos mais modernas, tais como os fundos de *private equity* e *venture capital*, nos Estados Unidos da América. Foi nesse país, inclusive, que se estabeleceu, a despeito de existirem outras formas de fundo com diferentes roupagens jurídicas, uma estrutura especial capaz de atender às preocupações dos investidores sobre a responsabilidade proveniente das sociedades investidas, com a comunhão de recursos criada através do fundo, limitando-a, por meio de estruturas societárias ou similares, ao patrimônio efetivamente investido por cada investidor. São elas as *limited partnerships*.

O fato de os nossos fundos de capital de risco terem adotado a mesma natureza jurídica das demais modalidades, sem se conectar com as diversas implicações que essa rigidez traria, por razões que mais parecem se pautar em uma espécie de inércia regulatória, como se denota do histórico acima, acabaram por fazer com que os referidos fundos de

private equity e *venture capital* ficassem defasados em relação às características intrínsecas das estruturas de investimento correspondentes de outros países.

Para responder à referida questão, dentre outras de relevante interesse econômico nacional, o Governo Federal editou a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, por meio da Medida Provisória n° 881/19, que, convertida na Lei n° 13.874/19, após a devida tramitação no Congresso Nacional, introduziu um novo capítulo acerca dos fundos de investimento dentro do Título III – Da Propriedade, constante do Livro III – Do Direito das Coisas, do Código Civil[61], com a finalidade de permitir que, em conformidade com as normas a serem editadas pela CVM[62], o regulamento dos fundos possa (i) estabelecer a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas; (ii) autorizar a limitação da responsabilidade dos prestadores de serviços do fundo, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade; e (iii) estabelecer classes de cotas com direitos e obrigações distintos, com possibilidade de constituir patrimônio segregado para cada classe[63].

---

[61] BRASIL. República Federativa do Brasil. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm. Acesso em: 9 de abril de 2019.

[62] Em função da entrada em vigor da Lei n° 13.874/19, a CVM, em 23 de setembro de 2019, emitiu comunicado esclarecendo que "*as inovações trazidas pela lei nos aspectos da responsabilidade limitada dos cotistas, das diferentes classes de cotas e da responsabilidade dos prestadores de serviços impõem a necessidade de revisão do arcabouço regulatório vigente. Por essa razão, a Autarquia submeterá à audiência pública instrução que altera a regulamentação vigente para refletir as novidades introduzidas pela lei. Ademais, a lei também trouxe esclarecimentos importantes, como a definição atribuída aos fundos de investimento pelo artigo 1.368-C e o respectivo afastamento da aplicabilidade das disposições que tratam dos condomínios em geral contida no § 1˚ daquele artigo; bem como a confirmação da competência regulatória ampla da CVM sobre todos e quaisquer fundos de investimento contida no mesmo dispositivo. Por fim, a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN) editará Ofícios Circulares complementares com o fim de esclarecer aspectos operacionais necessários à implantação prática de algumas das questões referidas neste comunicado.*" – BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Publicada a Lei da Liberdade Econômica**. 2019. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190923-3.html. Acesso em: 15 de outubro de 2019.

[63] "*CAPÍTULO X*

Do Fundo de Investimento

Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.

§ 1º Não se aplicam ao fundo de investimento as disposições constantes dos arts. 1.314 ao 1.358-A deste Código.

§ 2º Competirá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no caput deste artigo.

§ 3º O registro dos regulamentos dos fundos de investimentos na Comissão de Valores Mobiliários é condição suficiente para garantir a sua publicidade e a oponibilidade de efeitos em relação a terceiros.

Art. 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer: investidor ao valor de suas cotas; I – a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas; II – a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade; e III – classes de cotas com direitos e obrigações distintos, com possibilidade de constituir patrimônio segregado para cada classe.

§ 1º A adoção da responsabilidade limitada por fundo de investimento constituído sem a limitação de responsabilidade somente abrangerá fatos ocorridos após a respectiva mudança em seu regulamento.

Segundo a Exposição de Motivos Interministerial (EMI) nº 00083/2019 ME AGU MJSP, que deu origem à medida, a justificação para o ato executivo, chancelado pelo Legislativo com a devida urgência, teve como cerne a existência de uma percepção geral e notória interna e externa de que "*no Brasil ainda prevalece o pressuposto de que as atividades econômicas devam ser exercidas somente se presente expressa permissão do Estado*" [64]. O mesmo documento explicita que essa condição conduz a economia local a um sofrível desempenho frente a variados *rankings* de negócio publicados por instituições internacionais, o que urge uma ação precisa, de caráter imediato e remediador. Com o intuito de corrigir essa rota, visou a medida, em geral, atingir os seguintes objetivos: (i) auxiliar a recuperação da economia brasileira; (ii) garantir que os investimentos em educação e tecnologia tenham resultado efetivo e permanente; (iii) possibilitar os processos de desestatização e desenvolvimento do Brasil; e (iv) resolver questões concretas de segurança jurídica, com vistas à alteração imediata de investimento e capital para o país[65].

A medida, convertida na Lei n° 13.874/19, após ter sido analisada e debatida por ambas as casas do Congresso Nacional, obtendo, inclusive, um parecer favorável emitido por comissão mista estabelecida pelo próprio Legislativo[66], resolveu apenas parte do problema inicial que mencionamos acima em relação aos fundos de investimento e, como veremos pormenorizadamente ao longo do Capítulo III, pode ter criado outros. Embora tenha

---

§ 2º A avaliação de responsabilidade dos prestadores de serviço deverá levar sempre em consideração os riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do fundo de investimento e a natureza de obrigação de meio de seus serviços.
§ 3º O patrimônio segregado referido no inciso III do caput deste artigo só responderá por obrigações vinculadas à classe respectiva, nos termos do regulamento.
Art. 1.368-E. Os fundos de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais por eles assumidas, e os prestadores de serviço não respondem por essas obrigações, mas respondem pelos prejuízos que causarem quando procederem com dolo ou má-fé.
§ 1º Se o fundo de investimento com limitação de responsabilidade não possuir patrimônio suficiente para responder por suas dívidas, aplicam-se as regras de insolvência previstas nos arts. 955 a 965 deste Código.
§ 2º A insolvência pode ser requerida judicialmente por credores, por deliberação própria dos cotistas do fundo de investimento, nos termos de seu regulamento, ou pela Comissão de Valores Mobiliários.
Art. 1.368-F. O fundo de investimento constituído por lei específica e regulamentado pela Comissão de Valores Mobiliários deverá, no que couber, seguir as disposições deste Capítulo."

[64] BRASIL. República Federativa do Brasil. **EMI nº 00083/2019 ME AGU MJSP**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/_Ato2019-2022/2019/Exm/Exm-MP-881-19.pdf. Acesso em: 29 de julho de 2019.

[65] Acerca da recente Medida Provisória n° 881/19, Armando Luiz Rovai bem sintetiza que: *"A Medida Provisória 881/19 tem como seu ponto principal preservar o princípio da livre iniciativa e o livre exercício da atividade econômica. Assim, verifica-se que com essa disposição contida na Medida Provisória, visa-se o incentivo à atividade mercantil, sem que hajam quaisquer interferências do Estado."* – ROVAI, Armando Luiz. **Aplicação dos princípios da liberdade econômica no Brasil**. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2019, p. 23.

[66] BRASIL. República Federativa do Brasil. **Parecer (CN) n° 1, de 2009**. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1782157&filename=PAR+1+MPV88119+%3D%3E+MPV+881/2019. Acesso em: 29 de julho de 2019.

acertadamente possibilitado aos fundos limitar a responsabilidade de seus cotistas, observada a futura regulamentação da CVM, o fez preservando a natureza condominial, sem conceder ao ente personalidade jurídica e sem estabelecer claramente o conceito de patrimônio em separado entre cotistas e os bens que compõem a carteira do fundo.

Ressaltamos os pontos acima, neste momento, apenas de maneira introdutória, visto que não queremos penetrar demasiadamente em tema sobre o qual teremos capítulo específico para nos debruçar. Trata-se apenas de pôr, desde já, em evidência, dentro da breve reflexão histórica que realizamos neste capítulo, a atualidade dos eventos que norteiam os fundos de investimento e as suas implicações, bem como a sua íntima relação com a eventual melhora do ambiente de negócios no Brasil. É, aliás, pautada neste estudo evolutivo, nas transformações legislativas e regulamentares mencionadas ao longo deste capítulo, e nos textos bem-intencionados da recente medida provisória e lei, que nasce a questão primordial deste trabalho, qual seja, o exame pormenorizado da natureza jurídica dos fundos de investimento em participações e as possíveis maneiras de resolver a problemática dela decorrente.

1.7 Espécies de Fundos de Investimento no Brasil

Embora seja o estudo específico dos fundos de investimento em participações e de sua natureza jurídica o verdadeiro cerne deste trabalho, cabe-nos, antes de entrarmos na análise detalhada de suas características, tema do próximo capítulo, situarmo-los, preliminarmente, dentro da indústria de fundos de investimento em geral e, consequentemente, do mercado de capitais pátrio. Para tanto, sistematizaremos, de maneira bastante sintética e didática, os principais atributos básicos das diferentes espécies de fundos admitidas em nosso ordenamento jurídico, nos termos das normas vigentes emitidas pela CVM e demais leis aplicáveis, espécies estas nascidas da evolução normativa histórica de que tratamos no presente capítulo.

A tabela a seguir, atendendo a este intuito, sumaria, de maneira breve e objetiva, as principais características e o regime jurídico aplicável a cada uma das principais espécies de fundo de investimento reguladas pela CVM, incluindo os fundos de investimento em participações, observadas as suas respectivas regulamentações.

Denominação	Regulamentação	Tipo	Principal Fator de Risco e Objeto	Regra Básica de Distribuição da Carteira	Categorias e Subcategorias
Fundos de Renda Fixa	Instrução CVM nº 555/14	Aberto ou fechado	Aplicam em ativos que reflitam a variação da taxa de juros, de índice de preços ou ambos	80% da carteira em ativos relacionados ao fator de risco renda fixa	Curto Prazo; Referenciado; Simples; e Dívida Externa
Fundos de Ações (FIA)			Aplicam em ações e ativos que reflitam a variação de preços de ações admitidas à negociação em mercado organizado	67% da carteira nos seguintes ativos: ações, bônus e recibos de subscrição, cotas de fundos de ações e de índice de ações e BDRs (nível I e II)	Mercado de Acesso (FIAs que exijam que, no mínimo, 2/3 de seu patrimônio líquido seja investido em ações listadas em "mercado de acesso")
Fundos Multimercado (FIM)			Aceitam vários fatores de risco	-	-
Fundos Cambiais			Aplicam em ativos que reflitam a variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial	80% da carteira em ativos relacionados ao principal fator de risco	-
Fundos Previdenciários			Aplicam recursos em entidades abertas ou fechadas de previdência privada, regimes próprios de previdência social, planos de previdência complementar aberta e seguros de pessoas e FAPI – Fundo de Aposentadoria Programada Individual	-	-
Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura (FI-Infra)	Instrução CVM nº 555/14 e Lei nº 12.431/11		São fundos de renda fixa que investem seus recursos em ativos de infraestrutura (ex. debêntures)	85% da carteira em ativos relacionados ao principal fator de risco	-
Fundos de Investimento em Participações (FIP)	Instrução CVM nº 578/16	Fechado	Destinam-se à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários	90% da carteira em ativos relacionados ao principal fator de risco	Capital Semente; Empresas Emergentes; Infraestrutura (FIP-IE); Produção Econômica

Denominação	Regulamentação	Tipo	Principal Fator de Risco e Objeto	Regra Básica de Distribuição da Carteira	Categorias e Subcategorias
			conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas		Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I); e Multiestratégia
Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)	Instrução CVM nº 356/01	Aberto ou fechado	Destinam-se à aquisição de direitos creditórios	50% da carteira em ativos relacionados ao principal fator de risco	FIDC e FIDC Não Padronizado (este último, de acordo com a Instrução CVM nº 444/06)
Fundos de Investimento Imobiliário (FII)	Instrução CVM nº 472/08 e Lei nº 8.668/93	Fechado	Destinam-se à aplicação em empreendimentos imobiliários	-	-
Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional (FUNCINE)	Instrução CVM nº 398/03	Fechado	Destina-se à aplicação de recursos em empreendimentos vinculados à indústria cinematográfica (especialmente projetos aprovados pela ANCINE)	90% da carteira em ativos relacionados ao principal fator de risco	-
Fundos de Índice (ETF)	Instrução CVM nº 359/02	Aberto	Destina-se à aplicação em carteira de ativos financeiros que vise refletir as variações e rentabilidade de um índice de referência, por prazo indeterminado	95% da carteira em ativos financeiros que integrem o índice de referência e em posição líquida comprada em contratos futuros	-
Fundos de Investimento em Cotas de Fundos (FIC)	Instrução CVM nº 555/14, entre outras específicas	Aberto ou fechado	Cotas emitidas por fundos de investimento	95% da carteira em ativos relacionados ao principal fator de risco (conf. Instrução CVM nº 555/14)	Subcategorias dos FIC refletem o tipo de fundo cuja cota pode integrar a sua carteira

CAPÍTULO II

CARACTERÍSTICAS, EVOLUÇÃO, ESTRUTURA, FUNCIONAMENTO E REGIME LEGAL DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

Antes de entrarmos na análise da natureza jurídica dos fundos de investimento em participações, apresentaremos os elementos que perfizeram o seu surgimento e evolução tanto nos Estados Unidos da América, seu país de origem, quanto no Brasil, bem assim as suas características principais, frente ao arcabouço jurídico existente e aplicável a tal modalidade de investimento coletivo, sem perder de vista os atributos estruturais e práticos que fazem com que esses veículos sejam considerados pertencentes à indústria de fundos.

A caracterização de seus primordiais aspectos será, como veremos, de suma importância para dar sustentação ao estudo que pretendemos expor logo após transcorrida essa parte geral, especialmente em razão do fato de que a análise crítica da natureza condominial adotada pelos fundos de investimento em participações no Brasil depende de um preciso conhecimento acerca de seu avanço no mercado brasileiro e dos aspectos que circundam a sua estrutura legal e operacional, seu regime jurídico, bem como as funções e deveres de seus operadores e investidores.

Pretendemos, assim, neste capítulo segundo, explorar o surgimento, transformações, aperfeiçoamentos e o status atual das características que compõem o fundo de investimento em participações, desde o momento de sua constituição, até a sua efetiva liquidação, comparando-as, quando pertinente, àquelas constantes de outros veículos e fundos de investimento, a fim de melhor elucidar as questões teóricas e práticas que serão estudadas com base nesta análise prévia.

2.1 O Surgimento da Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital*

Os Fundos de Investimento em Participações são hoje o principal veículo utilizado no Brasil pela indústria de *private equity* e *venture capital* para o investimento em pequenas e médias empresas. Entender o porquê desta prevalência depende especialmente da análise comparativa entre o desenvolvimento da indústria e das estruturas jurídicas por ela utilizadas fora do país e a maneira como tais foram adaptadas e internalizadas pelo nosso mercado

financeiro e de capitais. Além disso, poderemos, com o uso da mesma análise, contrastar a natureza jurídica adotada pelos veículos de *private equity* e *venture capital* em países mais desenvolvidos, tais como os Estados Unidos da América, onde a prática surgiu, e a natureza jurídica condominial estabelecida no Brasil para todos os fundos de investimento[67], sem exceção, já preparando o campo para a matéria do próximo capítulo.

As atividades de *private equity* e *venture capital* surgiram nos Estados Unidos da América em meados da década iniciada em 1940, com o final da segunda guerra mundial. A primeira sociedade especializada nesse segmento de negócios foi a *American Research and Development Corporation*, em Boston, que visava auxiliar o desenvolvimento de novos negócios em sociedades que necessitassem de capital para tanto, tendo sido fundada por Georges Doriot, conhecido como o pai do capital empreendedor[68].

Em conjunto com a sociedade referida acima, havia ainda organizações de *venture capital* de duas famílias abastadas da costa leste norte-americana, a saber, a *J. H Whitney & Company* e a *Rockefeller Brother Company*[69]. Esta última, pertencente à família Rockefeller, acompanhou a constituição, em 1969, da *Venrock Associates*, que tinha como principal escopo os negócios de *private equity*[70].

Com o desenvolvimento da economia norte-americana a partir da década de 50, as empresas de pequeno e médio porte passaram a surgir em grande número por todo o país, procurando financiamentos que pudessem viabilizar a expansão contínua de seus negócios. Como os recursos provenientes do mercado de fomento e dos órgãos estatais de desenvolvimento não eram tão vastos quanto a demanda dessas empresas, domiciliadas em uma economia extremamente pujante à época, passaram a ter mais importância os métodos alternativos de capitalização, tais como o próprio *private equity* e o *venture capital*.

O aumento da magnitude dessa estrutura de investimento e da demanda dessas pequenas e médias empresas por capital fez com que os Estados Unidos da América

---

[67] Essa natureza condominial teve como base legal inspiradora, como vimos no capítulo anterior, os *trusts* ingleses e as adaptações feitas destes aos ordenamentos jurídicos de certos países continentais europeus, tais como Bélgica, França e Holanda, em oposição à estrutura adotada pelos fundos de capital de risco da indústria norte-americana, como passaremos a ver a seguir.

[68] MIRANDA DE SOUSA, Sergio Henrique. **Capital Empreendedor – Venture Capital e Private Equity – Capital de Risco**. Curitiba: Juruá Editora, 2008, p. 58.

[69] ANTE, Spencer E. **Creative Capital – George Doriot and the Birth of the Venture Capital.** Boston: Harvard Business Press, 2008, Arquivo Kindle, l. 2213.

[70] BERNARDINO, Diogo. "Fundos de Venture Capital e Private Equity – Breve Análise Sobre Sua Evolução, Características e Importância". **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 61. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013, p. 47.

editassem, em 1958, sob o governo do presidente Eisenhower, o *Small Business Investment Act*, que estabelecia as regras aplicáveis à constituição de estruturas de investimento em empresas de pequeno porte ou em desenvolvimento[71].

O referido ato, ao criar a figura da sociedade de investimento em pequenos negócios (a *Small Business Investment Company*), autorizou-as a se constituírem sob a forma de uma sociedade contratual de responsabilidade limitada (*limited partnerships*) e, desta forma, não as obrigou a adotar a forma de um *trust* ou de uma sociedade de investimento aberta ou fechada, tais como ocorria com os fundos mútuos (*mutual funds*), entre outros[72] (trataremos mais especificamente dos aspectos atinentes às referidas *limited partnerships* no subcapítulo 3.4 deste trabalho, onde será apresentada a natureza jurídica adotada pelos fundos de *private equity* e *venture capital* nos Estados Unidos da América, bem como em outros países).

Transformações legislativas ao final da década de 70 trouxeram maiores benefícios fiscais aos fundos de *private equity* e *venture capital*, bem como facilitaram a entrada de fundos institucionais no mercado, especialmente os fundos de pensão norte-americanos, ao permitir que estes pudessem fazer investimentos de maior volume em capitais de risco. Além disso, a preponderância do mercado de capitais nos Estados Unidos da América, com o elevado número de empresas de capital aberto e com controle difuso nas bolsas de valores (o que quase sempre assegurava, pela familiaridade do poupador com o mercado de valores mobiliários, garantia de liquidez dos ativos lançados), representava um excelente ambiente para o desinvestimento dos recursos investidos nas sociedades de pequeno e médio porte e

---

[71] ESTADOS UNIDOS. Estado Unidos da América. **Small Business Investment Act of 1958**. Disponível em: https://www.sba.gov/sites/default/files/Small%20Business%20Investment%20Act%20of%201958_0.pdf. Acesso em: 5 de setembro de 2019.

[72] Diogo Bernardino, *in verbis*: "*A criação das limited partnerships (cujo funcionamento será explicado em momento próprio) foi decisiva, vez que foram os instrumentos mais utilizados no relacionamento entre investidores e as firmas ou fundos de venture capital: 'Um marco importante para a indústria de VC (Venture Capital) veio na década de 1960 com o desenvolvimento de parcerias limitadas para investimentos em VC. Nesse arranjo, os investidores fazem o aporte de capital e pagam algum percentual a título de taxas de gestão do fundo. O restante do capital é investido pelo fundo administrador em empresas. O fundo realiza desinvestimento dos empreendimentos de sucesso por meio da venda da empresa investida ou através da abertura de seu capital. O arranjo mais comum é a divisão dos ganhos na proporção de 80-20: após o retorno do montante inicial aos investidores, o fundo permanece com 20 por cento de tudo. Esta forma de divisão de lucros – conhecida como ganho conquistado/agregado – é o incentivo que faz os investidores de Private Equity serem tão atraentes para os investidores profissionais' (trad. livre)*". – BERNARDINO, Diogo. "Fundos de Venture Capital e Private Equity – Breve Análise Sobre Sua Evolução, Características e Importância". **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 61. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013, p. 47.

também servia como elemento propulsor da indústria de investimento em participações de capital de risco[73].

Todo esse cenário de elevado crescimento econômico, seguro arcabouço regulatório e fiscal e dinâmico mercado de capitais criava a possibilidade real de consideráveis retornos para esses fundos e seus investidores, o que justificava, em compensação, os elevados riscos envolvidos na aplicação financeira em empresas de pequeno e médio porte.

Especificamente quanto à questão regulatória, importante notar que a estrutura das *limited partnerships*, mencionada anteriormente, trazia segurança jurídica ao mercado, fazendo com que um volume consideravelmente maior de aplicações de diversos poupadores norte-americanos pudesse ser canalizado para esse setor, que, como vimos, envolve altos riscos. Isto, pois, limitava a responsabilidade dos sócios investidores dos fundos de *private equity* ao valor efetivamente investido por eles, impedindo que seus prejuízos pudessem superar o capital aplicado. É, inclusive, por esta razão que tal estrutura foi reproduzida por tantos outros países para abarcar as suas indústrias de investimento em capital de risco, como será destacado ao final do Capítulo III.

A partir de 1980, os investimentos no setor de *private equity* e *venture capital* aumentaram exponencialmente nos Estados Unidos da América, tendo por base, além dos fatores mencionados acima, o reconhecimento da economia norte-americana como uma das maiores promotoras de inovação tecnológica e científica. Um grande exemplo disso consiste no fato de que duas regiões desse país, Boston e o Vale do Silício, passaram a ser referência e praticamente sinônimos de criações e exportações na área da biotecnologia, eletrônica e inteligência da informação, sendo estas as localidades preferidas dos investidores para aplicar recursos financeiros em capital de risco nos Estados Unidos da América até hoje[74].

---

[73] Isto porque, depois de consumados os projetos atrelados aos recursos investidos pelos fundos e tendo-se obtido a consequente valorização das participações societárias de todos os sócios do negócio, inclusive a do fundo, a oferta de ações inicial (*initial public offering* - IPO) da respectiva companhia poderia viabilizar a venda das ações detidas pelo veículo de *private equity* ou *venture capital* ao mercado, a um valor consideravelmente acima do montante subscrito no aumento de capital que deu margem à entrada do fundo no quadro societário da sociedade. São por esses motivos que a oferta pública inicial de ações é, ainda hoje, considerada uma das mais adequadas e favoráveis formas de proporcionar a consumação dos ganhos do fundo de *private equity* e *venture capital* frente ao seu investimento, sendo cobiçada, portanto, pela grande maioria dos participantes que atuam nesse mercado. Vale dizer, ainda, que a outra alternativa para o desinvestimento dos fundos seria a alienação de participação a terceiros específicos e não ao mercado em geral, não por meio de uma oferta pública inicial, mas de uma venda privada, o que, claro, traz determinadas complexidades à negociação que podem não gerar a maximização de ganhos que geralmente advém da venda ao público, por meio de um IPO.

[74] CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Sofia A. **Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective**. 2ª ed. London: Elsevier, 2014, Arquivo Kindle, l. 699.

Nesse sentido, não há dúvida, utilizando o exemplo norte-americano, de que o astuto e correto envolvimento governamental, com a promoção de políticas públicas que visam incentivar o *private equity* e o *venture capital*, propondo benefícios fiscais e uma estrutura regulatória convidativa, segura e transparente ao mercado envolvido, contribui muito para o progresso dessa indústria e para o desenvolvimento dos veículos de investimento em capital de risco; razão pela qual os modelos de negócio e regulação utilizados naquele país serviram como referência para grande parte do mundo[75], embora se diferenciem, em certo grau, daqueles adotados no Brasil, como veremos a seguir.

2.2 Primeiras Iniciativas e a Consolidação dos Fundos de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil

Em 1974 foram criadas, por iniciativa do Banco Nacional de Desenvolvimento – BNDES, a Investimentos Brasileiros S.A. – Ibrasa, a Mecânica Brasileira S.A. – Embratec e a Insumos Básicos S.A. – Fibase, as quais tinham por objetivo o financiamento de projetos relacionados a empresas emergentes, com significativo potencial de crescimento. Tais empresas, por estarem atreladas ao capital público, tinham como objetivo a aquisição de participações minoritárias em sociedades cujo objeto social estava de alguma maneira atrelado aos interesses do governo brasileiro, em especial com o desenvolvimento da indústria nacional. A fusão dessas três empresas, por sua vez, resultou na criação da BNDES Participações S.A., mais conhecida pela sigla BNDESPar.

A primeira empresa no setor provinda unicamente da iniciativa privada foi a Brasilpar, constituída em 1976, por iniciativa do Unibanco e do banco francês Paribas. No entanto, sua real atividade de investimento em capital de risco passou a ser preponderante

---

[75] Em interessante estudo sobre o capital de risco no Brasil, realizado no começo dos anos 2000, Claudia Pavani esclarece que: "*As condições que possibilitaram a expansão da indústria de Capital de Risco na Inglaterra e nos Estados Unidos foram estudados por diversos países interessados em criar um ambiente de inovação e desenvolvimento. Algumas destas condições foram analisadas no relatório da OECD Fostering Entrepreneurship (1998:75), 'muitos apontam para uma forte cultura de mercado acionário nos Estados Unidos e na Inglaterra para explicar os sucessos [... do capital de risco nos Estados Unidos e na Inglaterra...]. Entretanto, um estudo recente demonstra que a dinâmica do mercado privado de ações norte-americano é um exemplo clássico de como uma inovação organizacional, ajudada por mudanças regulatórias e tributária, propiciou a expansão de um determinado mercado. Em particular, o papel do governo em modificar a regulação de pensões e alíquotas de imposto sobre ganhos de capital é vista como o elemento propulsor do crescimento do mercado privado de ações'.*" – PAVANI, Claudia. **O Capital de Risco no Brasil – Conceito, Evolução, Perspectivas**. Rio de Janeiro: E-papers Serviços Editoriais Ltda., 2003, p. 20.

apenas na década iniciada em 1980, momento em que seu quadro acionário foi aumentado, por meio de uma injeção de capital de cerca de US$ 10 milhões, abarcando outros acionistas nacionais e estrangeiros, que visaram buscar, em especial, o investimento em empresas de tecnologia da informação[76].

Além da Brasilpar, pode-se citar a GP Investments, outra sociedade de investimentos em *private equity* e *venture capital* advinda da inciativa privada, porém nascida apenas em 1993, a qual apresentou, por meio de seus veículos de investimento, um capital comprometido inicial no valor total de US$ 500 milhões. Em 1997, a GP Investments já havia captado, além do valor inicial, um segundo fundo de *private equity*, com recursos na ordem de US$ 800 milhões[77], evidenciando claramente que a rota de controle inflacionário e estabilização econômica conquistada pelo Plano Real e pelas acertadas políticas sociais e macroeconômicas do Governo Federal à época surtiram um forte efeito positivo na evolução do mercado de capitais nacional e, sobretudo, na indústria de fundos de capital de risco.

Acompanhando essa trajetória, não poderiam faltar iniciativas no campo regulatório, a exemplo do que ocorrera com outros tipos de fundos de investimento. Tanto foi assim que logo a partir de 1986 houve a primeira tentativa de se regular a indústria, por meio do Decreto-Lei n° 2.287, de 23 de julho de 1986, da Resolução n° 1.184, de 4 de setembro de 1986, e da Resolução n° 1.346, de 18 de junho de 1987, que criaram o conceito legal de sociedade de capital de risco[78] e estabeleceram um regramento fiscal diferenciado e atrativo para os investimentos no setor, o qual foi posteriormente substituído pela Lei n° 7.714, de 29 de dezembro de 1988.

Ainda na metade da década de 90, a CVM editou a Instrução CVM nº 209, de 25 de março de 1994, a qual introduziu em nosso ordenamento jurídico os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, que consistiam em uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes, constituídos sob a forma de um condomínio fechado, sem

---

[76] PAVANI, Claudia. **O Capital de Risco no Brasil – Conceito, Evolução, Perspectivas**. Rio de Janeiro: E-papers Serviços Editoriais Ltda., 2003, p. 50.

[77] GP INVESTMENTS. **História**. Disponível em: http://www.gp-investments.com/history/?lang=pt-br. Acesso em: 15 de maio de 2019.

[78] Nos termos do inciso I da Resolução n° 1.184, de 4 de setembro de 1986: "*I - Consideram-se de capital de risco, para os efeitos do Decreto-lei nº 2.287, de 23.07.86, aquelas sociedades cujo objeto social exclusivo seja a aplicação de capital próprio na subscrição, integralizada em dinheiro, de ações ou quotas de pequenas e médias empresas e que satisfaçam, cumulativamente, aos seguintes requisitos: a) tenham somente integralização do capital social em dinheiro; b) sejam constituídas com prazo determinado de duração.*"

personalidade jurídica, seguindo, assim, a natureza legal dos demais fundos de investimento no Brasil, tal como será explicitado no próximo subcapítulo. Até então, vale frisar, o investimento em capital de risco no Brasil era feito por meio de sociedades comerciais ou empresas de participação, tais como as que foram citadas acima e que possuíam algum tipo de incentivo governamental e regramento fiscal diferenciado[79].

Esses fundos, a exemplo dos veículos de *private equity* e *venture capital* norte-americanos, buscavam investimentos em empresas de pequeno e médio porte, com projetos inovadores e ainda não consolidados ou testados, envolvendo, logo, consideráveis riscos e incógnitas, mas que, por outro lado, poderiam viabilizar a maciça maximização dos valores investidos por seus correspondentes investidores depois de um longo prazo, consolidando-se por meio da oferta pública de ações iniciais ou de uma venda programada a terceiro[80].

Imbuídos pelo espírito de captação de recursos para reaplicação na economia de capital de risco, o Conselho Monetário Nacional e a CVM editaram, respectivamente, a Resolução CMN nº 2.046, de 25 de junho de 1997, e a Instrução CVM nº 278, de 8 de maio de 1998, as quais abriam margem para que pessoas físicas ou jurídicas domiciliadas no exterior pudessem constituir fundos para investimento em empresas emergentes, tendo capacidade para gozar de benefício fiscal específico no ganho de capital advindo da eventual alienação de suas participações.

---

[79] Segundo Claudia Pavani, trata-se de uma importante regulamentação, pois: "*1. Institucionalizou a figura do fundo de empresas emergentes e começou a criar as bases legais para o desenvolvimento da indústria de Capital de Risco local. As iniciativas de capital de risco até então eram realizadas por 'fundos' que adotavam a figura jurídica de sociedades comerciais usuais ou de empresas de participação constituídas no Brasil ou em paraísos fiscais (p.ex. Ilhas Virgens, Cayman). Os recursos de investimento entravam no País sob a forma de investimento estrangeiro. 2. Estabeleceu o conceito de empresa emergente (...). 3. Abriu a possibilidade de investimento em empresas não listadas em bolsa por investidores institucionais, como fundos de pensão e seguradoras. O mecanismo utilizado foi o de permitir que as cotas do fundo de empresas emergentes possam ser negociadas em bolsa de valores, possibilitando liquidez aos investidores institucionais. 4. Do ponto de vista tributário, as empresas comerciais que atuavam como fundos passaram a ter o mesmo tratamento fiscal de fundos.*" – PAVANI, Claudia. **O Capital de Risco no Brasil – Conceito, Evolução, Perspectivas**. Rio de Janeiro: E-papers Serviços Editoriais Ltda., 2003, p. 54 e 55.

[80] Outro aspecto interessante a se destacar consiste no fato de que tais fundos passaram a participar ativamente dos projetos de privatizações de empresas públicas iniciado pela equipe econômica do governo de Fernando Henrique Cardoso, logo em seu primeiro mandato. Diogo Bernardino, sobre o assunto, *in verbis*: "*Outro marco importante para a implementação dos fundos de capital de risco foi a política de desestatizações, conduzida durante a década de 90; vez que algumas das empresas privatizadas foram compradas justamente por fundos de Private Equity. Nesta época, o setor foi movimentado principalmente pelos bancos nacionais, que começaram a investir de forma diversificada em empresas privatizadas, em empresas médias consolidadas em fase de expansão e em empreendimentos ainda em planejamento (startup).*" – BERNARDINO, Diogo. "Fundos de Venture Capital e Private Equity – Breve Análise Sobre Sua Evolução, Características e Importância". **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 61. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013, p. 55.

Entre 1995 e 2002, motivada pelo referido cenário de estabilidade econômica e controle inflacionário gerado pela política econômica do então Governo Federal, a indústria de capital de risco cresceu de maneira extremamente expressiva, tanto em número de fundos, quanto em volume de operações realizadas[81].

Em 16 de julho de 2003, foram introduzidos no Brasil os fundos de investimento em participações, por meio da edição da Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003[82], a qual dispunha acerca da constituição e a administração dessa espécie de fundos[83]. Essa regulamentação serviu como marco regulatório para a indústria de *private equity* e *venture capital* nacional, pois, além de disciplinar, de maneira clara, transparente e bastante objetiva, a referida modalidade de fundos, acompanhou a onda de crescimento econômico e de redução da desigualdade social que se seguiu nos últimos anos do primeiro mandato do presidente Luiz Inácio Lula da Silva, a qual permaneceu até a crise global do *subprime*, entre 2008 e 2009.

Vale dizer, para os fins deste nosso estudo, que a supracitada instrução manteve a natureza jurídica condominial para os fundos de investimento em participações, estabelecendo, em seu art. 2º, que tais fundos, constituídos sob a forma de condomínio fechado, formavam uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários de companhias abertas ou fechadas, os quais deveriam necessariamente participar do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência em sua política estratégica e na sua gestão.

A principal diferença dos fundos de investimentos em empresas emergentes e dos fundos de investimento em participações baseava-se no fato de que aqueles criados em 1994 continham uma definição sobremaneira específica do que seriam empresas emergentes, as quais deveriam apresentar um limite máximo de faturamento anual para que pudessem receber recursos desses fundos, limite este que foi sendo aumentado com o passar do tempo, por meio de alterações específicas às normas da CVM. Além disso, os fundos de investimentos em empresas emergentes também expunham vedações em relação ao tamanho

---

[81] PAVANI, Claudia. **O Capital de Risco no Brasil – Conceito, Evolução, Perspectivas**. Rio de Janeiro: E-papers Serviços Editoriais Ltda., 2003, p. 55 à 58.

[82] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst391.html. Acesso em: 25 de março de 2019.

[83] Posteriormente alterada pelas Instruções CVM n° 435/06, 450/07, 453/07, 496/11, 498/11, 535/13, 540/13, 545/14, 549/14 e 554/14.

dos grupos societários que poderiam fazer parte do quadro acionário da sociedade investida e restrições quanto ao tipo de ativo que tais fundos poderiam adquirir (deveriam ser necessariamente caracterizados como valores mobiliários, nos termos da lei aplicável).

Assim, como era de se esperar, as referidas limitações forçavam os investidores que objetivavam maior flexibilidade a fazer uso de estruturas societárias, as quais, todavia, não faziam jus aos benefícios fiscais concedidos aos fundos de investimento. Essa foi a razão pela qual a CVM, em 2003, resolveu apresentar ao mercado um veículo de investimento mais versátil e condizente com os anseios de um país que, agora estável economicamente, visava alcançar patamares que transcendiam em muito aqueles constantes dos estados subdesenvolvidos[84]. Nesse sentido, as restrições dos fundos de investimento em empresas emergentes se contrapunham à notável flexibilidade apresentada pela nova modalidade de investimentos em capital de risco, o que justificou o forte crescimento desta, após o seu surgimento, e uma gradativa redução na utilização daqueles, comparativamente.

A exigência de participação efetiva na política estratégica da companhia que receberia os investimentos dos fundos de investimento em participações também serve como interessante diferencial em relação à modalidade antecedente de fundo e se pauta nas melhores práticas da indústria de *private equity* e *venture capital* dos Estados Unidos da América, uma vez que conduz necessariamente a equipe interna do fundo, bastante profissional e especializada, com o uso de seu vasto conhecimento técnico e mercadológico em variados setores da economia, a agregar valor e trazer consistente sinergia para o ramo de negócio da sociedade investida.

Esse notável veículo de investimento em projetos e sociedades de alto risco, deve-se sopesar, serviu como elemento propulsor dos investimentos em empresas de pequeno e médio porte no Brasil, razão esta que motivou o consistente crescimento da indústria de *private equity* e *venture capital* no país, conforme demonstramos na parte introdutória deste trabalho, mesmo diante das crises econômicas externas e internas que sucederam a criação dos fundos de investimentos em participações, respectivamente, entre 2008 e 2009 e de 2014 até, praticamente, os dias atuais.

Uma nova metodologia econômica de aplicação em infraestrutura e pesquisa e desenvolvimento, propagada pelo Governo Federal, deu ensejo ao surgimento, também no

---

[84] CAPITAL ABERTO. **Diferenças entre FMIEE e FIP**. 2010. Disponível em: https://capitalaberto.com.br/boletins/diferencas-entre-fmiee-e-fip/. Acesso em: 18 de março de 2019.

período ora analisado, dos fundos de investimento em participações que obtivessem apoio financeiro de organismos de fomento[85], nos termos da Instrução CVM nº 406/04[86], os quais eram dotados de maior flexibilidade em relação ao modelo criado em 2003, não lhe sendo defeso, como era no caso de outros fundos da mesma categoria, a emissão de cotas de classes diferentes, bem como contrair empréstimos dos organismos e agências de fomento e dos bancos de desenvolvimento, observados os limites e demais regras previstas na norma[87].

Na mesma esteira e com o semelhante propósito econômico desenvolvimentista, foram criados no Brasil, em 2007, os fundos de investimento em participações em infraestrutura, com base na Lei nº 11.478/07[88] e na Instrução CVM n° 460/07[89]. Em 2011, o normativo foi alterado para contemplar a introdução em nosso mercado de capitais de uma outra nova modalidade de fundos, destinada ao investimento em produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação.

A esses fundos de investimento em participações específicos e aos seus cotistas foram concedidos, por lei[90], benefícios fiscais que visavam o desenvolvimento da infraestrutura nacional, especialmente no que concerne aos setores de energia, transporte, água, saneamento básico e irrigação. Todos eles adotaram, a despeito dessas diferenças, a mesma natureza jurídica dos fundos de investimento em participações em geral, isto é, a de um condomínio fechado.

---

[85] Nos termos da própria Instrução CVM nº 206/04, são "*os organismos multilaterais, agências de fomento ou bancos de desenvolvimento que possuam recursos provenientes de contribuições e cotas integralizadas majoritariamente com recursos orçamentários de um único ou diversos governos, e cujo controle seja governamental ou multigovernamental*".

[86] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 406, de 27 de abril de 2004**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações que obtenham apoio financeiro de organismos de fomento. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst406.html. Acesso em: 31 de março de 2019.

[87] Esta exceção depois passou a se aplicar a outros tipos de fundos de investimento em participações e também aos fundos mútuos de investimento em empresas emergentes, devido a posterior alteração da própria Instrução CVM nº 406/04.

[88] Esses benefícios estão previstos no art. 2º da Lei nº 11.478/07, conforme alterada.

[89] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 460, de 10 de outubro de 2007**. Dispõe sobre os Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura e altera a Instrução CVM nº 406/04. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst460.html. Acesso em: 30 de março de 2019.

[90] BRASIL. República Federativa do Brasil. **Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007**. Institui o Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) e o Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I), e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11478.htm. Acesso em: 31 de março de 2019.

A Instrução CVM nº 391/03, assim como as Instruções CVM nº 209/94, 406/04 e 460/07, foram inteiramente reformuladas, em 2016, e, no mesmo ato, revogadas pela Instrução CVM n° 578/16, que modernizou sobremaneira as regras atinentes aos fundos de investimento em participações em todas as suas modalidades, trazendo mais transparência, flexibilidade e agilidade aos processos desenvolvidos pelos partícipes do setor, convidando-os a integrar, de forma efetiva, as atividades de elaboração da nova norma, com sugestões que visaram abarcar as preocupações práticas do diuturno envolvimento com a matéria desde 2003, por meio da Audiência Pública SDM nº 05/2015[91].

Portanto, aos fundos de investimento em participações, se aplicam, atualmente, como regra geral e de maneira supletiva, a Instrução CVM n° 555/14, que regula toda a indústria de fundos de investimento[92], bem como, especificamente, a recente Instrução CVM n° 578/16, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento em participações, bem como a subsequente Instrução CVM n° 579, de 30 de agosto de 2016[93], que dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos fundos de investimento em participações (isso sem contar a própria Lei 13.874/19 e as alterações por ela promovidas no Código Civil, as quais já foram mencionadas anteriormente).

Trataremos das inovações trazidas pelo regramento atual, em exame específico, no decorrer deste capítulo. Entretanto, vale frisar de antemão que os fundos de investimento em empresas emergentes, os fundos de investimento que obtivessem apoio financeiro de organismos de fomento, bem como os destinados à infraestrutura e produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, foram completamente abarcados pelo recente normativo, formando, agora, subcategorias distintas de um mesmo tipo de fundo, o fundo de investimento em participações.

---

[91] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Edital de Audiência Pública SDM n° 05/2015 - Processo CVM RJ-2012-10107**, Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0515.html. Acesso em: 26 de março de 2019.

[92] Nos termos do art. 1° da Instrução CVM n° 555/14, este normativo se aplica a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, observadas as disposições das normas específicas aplicáveis a tais fundos.

[93] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 579, de 30 de agosto de 2016**. Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst579.html. Acesso em: 25 de março de 2019.

2.3 O Mercado de Capitais e os Fundos de Investimento em Participações

Como chegamos a descrever na parte introdutória deste trabalho, os fundos de investimento se encontram dentro do universo do mercado de valores mobiliários, pois atuam como eficientes intermediários entre os agentes poupadores e os agentes deficitários, possibilitando o trânsito de recursos financeiros entre eles. Além disso, também permitem que diversos investidores congreguem pequenas quantias poupadas em um único veículo de investimento, proporcionando-lhes, assim, acesso a uma gestão de recursos profissional e especializada, cuja viabilidade econômica depende da administração de significativos montantes financeiros.

Ao somarem seus recursos por meio do fundo, os investidores compartilham seus riscos, uma vez que o grande montante financeiro sob gestão profissional possibilita a diversificação da carteira de investimentos, ou seja, os recursos aplicados podem ser investidos em vários ativos, com características diferentes, evitando, assim, que o eventual insucesso econômico de um deles contamine necessariamente todo o capital investido.

Félix Ruiz Alonso, em artigo escrito para a Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro já em 1971, evidencia a noção acima, ao afirmar que a maneira mais prática de se atingir um estado maior de segurança, rentabilidade e liquidez em qualquer atividade econômica, em investimentos inclusive, consiste em somar esforços de diferentes partes e, com isso, diminuir os riscos atrelados ao negócio pretendido[94].

Nos fundos de investimento, esse princípio, evidente em todas as sociedades empresárias e em grande parte das atividades comerciais, se dá por meio da obtenção de recursos advindos de variados subscritores, congregados em uma mesma estrutura, e pela possibilidade de aplicação desses recursos em uma gama variada de bens e ativos financeiros, de maneira que o alto resultado proveniente de alguns deles possa compensar o baixo fruto de outros, alcançando-se, assim, um quociente médio satisfatório aos investidores e uma segurança indubitavelmente mais proeminente, se comparada às aplicações individuais em ativos da mesma natureza[95].

---

[94] ALONSO, Félix Ruiz. "Os Fundos de Investimento". **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. n. 1. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1971, p. 62.

[95] Pontes de Miranda, ao tratar das sociedades e fundos de investimento em seu Tratado de Direito Privado, sintetiza o aludido conceito, conforme segue: *"Os poupadores quase sempre não têm o suficiente para inversões*

Rodrigo Dufloth, em concordância com o disposto acima, afirma que:

> *"(...) o sucesso dos fundos de investimento também se deve e muito à redução de custos de transação que existiriam caso as aplicações fossem individualizadas, e não tratadas no contexto de um esquema de investimento coletivo. Pode-se dizer, de certo modo, que toda a estrutura de um fundo de investimento, com monitoramento da CVM, um administrador responsável perante terceiros, um gestor qualificado para atuar em benefício dos interesses dos cotistas, acesso a informações de maneira adequada etc., é feita justamente no intuito de reduzir os custos da transação."* [96]

Além dessa redução dos riscos e dos custos de transação envolvidos pelo seu compartilhamento entre os investidores reunidos, há também a possibilidade de, com esse acervo congregado, alcançar-se determinados investimentos, tais como os de *private equity* e *venture capital*, que quase sempre exigem um capital inicial aplicado bastante significativo, a fim de propiciar seus investimentos e projetos, o que só se faz possível através da coletividade de investidores e de seus múltiplos aportes em conjunto.

A própria necessidade de participação no processo decisório das sociedades investidas[97] pressupõe que seja feito, pelo fundo, uma contribuição relevante o bastante para que seja adquirido o grau de governança exigido pela regulamentação aplicável aos fundos de investimento em participações no Brasil (a Instrução CVM nº 578/16). Cabe, então, a seus

---

que seriam proveitosas. A empresa de investimento junta parcelas de capitais. Por outro lado, a colocação com dados pormenorizados e exatos exige organização e especialistas, o que os pequenos interessados em investimentos de modo nenhum poderiam ter." – MIRANDA, Pontes. **Tratado de Direito Privado**. v. 51. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984, p. 293 e 294.

[96] DUFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017, p. 135.

[97] Vale notar que a participação no processo decisório da sociedade investida é uma característica da indústria de *private equity* e *venture capital* não apenas aqui, como também internacionalmente, haja vista que o fato de investirem preponderantemente em empresas que estejam em estágios iniciais de evolução produtiva e financeira faz com que os cuidados necessários por parte dos investidores tenham de ser mais elevados, pressupondo uma atuação mais preponderante do fundo e de seu gestor na destinação e utilização exatas dos recursos aplicados. Assim, o próprio modelo de negócio desse veículo de investimento pressupõe que a gestão profissional da carteira do fundo atue diretamente na coordenação da administração das sociedades investidas, a fim de lhes proporcionar, além de capital, uma melhor política estratégica, que as leve a um crescimento exponencial e sustentável, causando, consequentemente, a valorização da participação dos cotistas do fundo investidor. Não basta ao gestor crer no modelo de negócios da empresa cuja participação foi adquirida e aguardar pelos eventuais proventos que dela advierem (o que ocorre na maioria dos fundos de investimentos), mas deve, também, atuar ativamente na construção e no desenvolvimento do referido modelo, contribuindo substancialmente para os projetos que comporão o objeto social da sociedade investida, com as melhores práticas mercadológicas e de governança corporativa.

administradores e gestores[98], no ato de constituição desses fundos, organizar captações de recursos de investidores em montante que comporte não apenas um, mas alguns investimentos substanciais, de maneira a refletir tanto a aludida capacidade de influenciar a gestão de cada um deles, quanto um grau seguro de diversificação de ativos que reduza o custo de transação médio decorrente das investidas.

Qualquer atividade relacionada à administração de recursos de terceiros com o objetivo de os investir em ativos financeiros, tão comum em nosso mercado de capitais, envolve, fatalmente, a gestão de riscos sobre os ativos assim adquiridos, o que se dá especialmente pela sua diversificação, medindo e comparando as perspectivas de sucesso e insucesso atreladas a cada um deles, bem como evidenciando ao investidor as particularidades do investimento pretendido, a fim de que seja reduzida qualquer assimetria informacional existente entre o investidor do fundo e a sua carteira de investimentos.

Quando tratamos de fundos de investimento em participações, considerados de alto risco pelo mercado e pela própria CVM, a importância de tal gerenciamento e redução de assimetrias informacionais, dentro da atividade de administração da carteira do fundo, se torna ainda mais importante e funciona quase que como cerne de cada uma das diligências desenvolvidas pelo gestor de carteira perante o fundo e seus cotistas.

A classificação do estágio evolutivo em que a sociedade investida se encontra, as perspectivas de mercado e de rentabilidade de seus produtos e serviços, os seus indicadores econômicos, planos de negócios, entre outros aspectos, são elementos que devem ser levados em consideração no momento do investimento e comparados àqueles inerentes a outras aplicações do fundo, de maneira a equacionar o grau de exposição financeira compreendido no negócio como um todo. Ademais, devem ser estes elementos divulgados aos investidores do fundo pelo administrador e gestor, reduzindo, na medida do possível, a assimetria de informações possivelmente existente entre eles e as investidas. Essa assimetria, que consiste na dificuldade de acesso a determinados dados das sociedades receptoras dos recursos do fundo, ocorre porque tais empresas geralmente são dotadas de insipientes controles internos e de governança corporativa, especialmente em razão do grau inicial de desenvolvimento de seus negócios.

---

[98] Nos fundos, a administração da carteira de terceiros se dá por meio da gestão dos recursos comuns que foram captados por meio de uma emissão de cotas e que foram reunidos em uma mesma estrutura condominial, da qual cada investidor tem uma quota-parte, que corresponde ao seu investimento inicial.

É justamente por tais motivos que a CVM entende que o investimento em fundos de investimento em participações, assim como em outras modalidades de investimento consideradas arriscadas no mercado financeiro e de capitais, é restrito a investidores qualificados (e aos investidores profissionais, conforme o caso), observadas as definições estabelecidas pela Instrução CVM nº 554/14[99].

O pilar para essa restrição se baseia na pressuposição de que os investidores qualificados, pelas suas características estruturais, saber mercadológico e, ainda, pelo volume financeiro já aplicado no mercado financeiro e de capitais, detêm um melhor discernimento dos riscos atrelados a um investimento em participações societárias ou instrumentos de dívida de empresas ainda embrionárias ou em desenvolvimento, com projetos que, muitas vezes, pouco foram testados nos ambientes econômicos em que se inserem.

Por um lado, estão os fundos de investimento em participações restritos a investidores qualificados e, por outro, devem investir de maneira a apresentar contundente ingerência no processo decisório das sociedades investidas, o que não permite, por razões práticas e de limitação financeira, uma alta gama de sociedades investidas sob a gestão de um mesmo fundo, por mais eficientes que sejam as suas medidas de prospecção de investidores e de aplicação de recursos.

Logo, não são apenas as características dos ativos investidos que tornam o investimento nos fundos de investimento em participações aplicações de risco elevado. Também contribui para isso a própria organização sobre a qual eles se pautam, que, sendo restrita a uma determinada classe de investidores e tendo de se voltar apenas a empresas de

---

[99] Tal normativo, em seu art. 1°, ao acrescentar os arts. 9º-A e 9º-B à Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, estabeleceu que: *"Art. 9°-A São considerados investidores profissionais: I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A; V – fundos de investimento; VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e VIII – investidores não residentes. Art. 9°- B São considerados investidores qualificados: I – investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados."*

que possam participar ativamente das decisões gerenciais e administrativas, limita, por si só, os possíveis mitigadores de risco do negócio pretendido, tais como aqueles amplamente utilizados em outras formas de investimento coletivo e mencionados acima.

Todas essas características acabam reduzindo significativamente a variedade de investidores que estariam habilitados a acessar esse tipo de fundo, razão pela qual parte majoritária dos investimentos nessa modalidade se encontra, em geral, nas mãos de poucos investidores profissionais, tais como os fundos de pensão, instituições financeiras, investidores de altíssima renda e de fundos de investimento nacionais e estrangeiros, controladores de grandes volumes em recursos financeiros e que, por conseguinte, estariam mais capacitados a destinar valores relevantes a investimentos de alto risco, sem comprometer o grau de diversificação necessário para a segurança de todas as suas aplicações[100].

Além dos fatores de risco supramencionados, cabe ressaltar que as sociedades investidas pelos fundos de investimento em participações, por estarem em fase ainda inicial de desenvolvimento de seus negócios, são reconhecidas pelo mercado como ativos de baixa liquidez, isto é, permitem a plena realização e maximização do capital aplicado tipicamente em duas hipóteses, que não surgem de imediato, pois dependem da maturação dos negócios da sociedade investida, a saber: (i) venda privada a terceiro, pelo fundo, de sua participação; ou (ii) alienação da participação do fundo em bolsa de valores, na ocorrência de uma oferta pública inicial (IPO) da companhia.

A própria Instrução CVM n° 578/16 admite esse cenário de iliquidez da carteira dos fundos de investimento em participações, ao exigir, em seu art. 22, parágrafo 7°, que o material de divulgação de informações porventura utilizado nas distribuições de cotas do fundo seja claro quanto aos riscos inerentes à concentração e possível iliquidez dos ativos que integram a sua carteira de investimentos.

---

[100] Como bem explica Diogo Bernardino, "*o público investidor em fundos de Venture Capital no Brasil ainda é bastante limitado e, normalmente, são pessoas ou instituições que dispõem de corpo técnico altamente gabaritado e com bastante experiência no mercado de capitais. 'Dadas as características de baixa liquidez, elevado risco e alta expectativa de retorno, os veículos de PE/VC (Private Equity e Venture Capital) são especialmente atrativos para investidores com elevado nível de riqueza e com longo horizonte de investimento – ricos investidores individuais, investidores institucionais (companhias seguradoras e fundos de pensão), trusts e endowments, empresas, holdings bancárias, instituições multilaterais etc.'.*" Segue, ainda, o autor, afirmando que: *"no Brasil, os volumes mais significativos dos investimento em Private Equity são provenientes dos investidores institucionais, sobretudo dos fundos de pensão (previdência complementar): 'Os fundos de pensão são responsáveis por 22% da alocação do capital comprometido, já os bancos contribuem com 10%, Family office com 9% e 7% são provenientes dos fundos de investimentos.*" – BERNARDINO, Diogo. "Fundos de Venture Capital e Private Equity – Breve Análise Sobre Sua Evolução, Características e Importância". **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 61. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013, p. 65.

Esse aspecto acaba por exigir que os montantes aplicados pelos investidores nos fundos de investimento em participações permaneçam investidos e sob o controle do fundo e de sua gestão, sem poderem ser integralmente resgatados ou amortizados[101], por um período bastante longo, especialmente se comparado aos ciclos de investimento de outras modalidades de fundo e de investimentos, as quais costumam apresentar hipóteses de liquidez muito mais aceleradas.

Esta é a razão pela qual não se admite fundos de investimentos em participações abertos (aqueles cujas cotas podem ser resgatadas a qualquer tempo). Seria um contrassenso pensar na possibilidade de um cotista reaver o valor investido, somado a eventuais ganhos demonstrados na carteira, a qualquer tempo e ao seu exclusivo critério, se a materialização desses ganhos depende de eventos futuros e incertos, tais como o interesse de um terceiro pela participação detida pelo fundo na sociedade captadora e a consumação da alienação a tal terceiro, observadas todas as variáveis que uma negociação dessas pode trazer, tais como preço, condições da compra e venda, obrigações, declarações, garantias, assunção de responsabilidades, limitações à concorrência, entre outras[102].

Eis aqui mais um elemento característico desse tipo de fundo, ou seja, é tipicamente fechado[103]. Assim, seus investidores são obrigados a permanecer como cotistas até o momento da liquidação do fundo, com o término de seu prazo de duração, ou até que vendam suas respectivas cotas a terceiros, tanto de maneira privada, como em ambiente público de

---

[101] Nos termos do art. 2° da Instrução CVM n° 555/14, amortização de cotas significa o "*pagamento uniforme realizado pelo fundo, a todos os seus cotistas, de parcela do valor de suas cotas sem redução do número de cotas emitidas, efetuado em conformidade com o disposto no regulamento ou com deliberação da assembleia geral de cotistas*". O resgate, por outro lado, é o pagamento do valor total de cotas do fundo ao seu cotista, com a redução do número de cotas correspondente. Nos fundos fechados, o resgate só é permitido caso haja a liquidação do fundo (por exemplo, com o término de seu prazo).

[102] Se tiver havido uma oferta pública inicial das ações de emissão da companhia investida – IPO, estando tais ações aptas a serem negociadas em bolsa de valores, as chances de se realizar a alienação da participação do fundo aumentam e as variáveis de uma eventual negociação diminuem, haja vista que as negociações em bolsa são feitas apenas com base no preço evidenciado no pregão no momento em que a ordem de compra for dada.

[103] Nos termos do art. 4º da Instrução CVM n° 555/14, um fundo de investimento "*pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas conforme estabelecido em seu regulamento, ou fechado, em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo.*" Ainda, segundo o art. 5º da Instrução CVM n° 578/16, os fundos de investimento em participações são sempre constituídos sob a forma de condomínios fechados. Ademais, cabe ressaltar que o art. 21 da Instrução CVM nº 578/16, determina que, por se tratar de um fundo fechado, *"não é permitido o resgate de cotas do fundo, salvo nas hipóteses de sua liquidação, sendo permitidas a amortização e distribuição de rendimentos nos termos do previsto no seu regulamento*".

negociação, caso tais cotas tenham sido admitidas e registradas para tanto por meio de uma oferta pública (como, por exemplo, em mercados de balcão autorizados pela CVM)[104].

Independentemente dos fatores referentes ao seu reduzido público-alvo, alto risco e a sua baixa liquidez, pode-se afirmar que as premissas básicas descritas por Félix Ruiz Alonso[105], mencionadas logo no início deste subcapítulo, tão presentes nos diversos investimentos permitidos e viabilizados pelas regras formadoras de nosso mercado de capitais, também se evidenciam nos fundos de investimento em participações, mesmo que de maneira mais comedida. É inegável que os investidores, ao se unirem em um fundo de capital de risco, também buscam congregar seus esforços de investimento e recursos para atingir objetivos que, por certo, não seriam possíveis de maneira individual e independente, seja porque não teriam capital suficiente para tanto, seja porque não admitiriam trazer para si todos os riscos que, por meio do veículo de investimento comum, compartilham com outros investidores. Outrossim, podem, com o uso dos recursos comuns, aumentar o número de investimentos com o capital conjunto do fundo, pois, reunindo os variados recursos de seus investidores, viabilizam a aplicação em mais de uma sociedade, diluindo, pelas razões já expostas, os riscos do investimento realizado e, indiretamente, por seus cotistas.

De outro ponto de vista, a existência de incertezas e riscos mais elevados, ao serem compartilhados com um menor número de investidores qualificados, acabam elevando as chances de retorno individualizado para os cotistas do fundo, pois serão os correspondentes ganhos advindos da carteira divididos com um número reduzido de cotistas. Da mesma maneira, o fato de as empresas investidas ainda serem embrionárias ou estarem em estágios iniciais de desenvolvimento possibilita aos cotistas desses fundos uma expectativa de retorno significativamente maior, se comparada a de outras modalidades de investimentos no mercado financeiro e de capitais, visto que a valorização dos montantes aplicados no fundo de capital de risco acompanhará a evolução financeira da empresa emergente, a qual, justamente por

---

[104] Sobre as várias características mencionadas, a própria CVM já se manifestou, em meio à Audiência Pública SDM nº 05/2015, ao afirmar que: *"Os FIP possuem ativos com pouca ou nenhuma liquidez e difíceis de serem precificados e a CVM considera que, em comparação com outros fundos de investimento, inclusive fechados, os FIP estão em uma escala mais elevada no que tange à complexidade e ao nível de risco. (...) Por fim, a CVM observa que na maioria dos casos o público-alvo dos FIP tem sido composto por investidores ainda mais sofisticados, sendo na maior parte formado por investidores profissionais."* – BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Audiência Pública SDM n° 05/2015**, p. 4 e 5. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0515.html. Acesso em: 26 de março de 2019.

[105] ALONSO, Félix Ruiz. "Os Fundos de Investimento". **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. n. 1. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1971, p. 62.

figurar em patamar ainda inicial de evolução, tende a crescer a uma taxa exponencialmente maior do que empresas desenvolvidas, tais como as companhias que já abriram seu capital.

Portanto, pode-se concluir, de todo o exposto acima, que, haja vista que o mercado de capitais é regido pelo binômio risco/retorno, isto é, quanto maiores os riscos envolvidos e menos compartilhados eles sejam, maior será a expectativa de rendimentos que futuramente os compensarão, no caso dos fundos de investimento em participações, esse binômio é elevado ao seu mais alto nível, por duas razões principais apresentadas acima, as quais assim resumimos: (i) possibilidade de elevados ganhos advindos dos investimentos em sociedades nascentes ou emergentes, com projetos de grande inovação técnica e produtiva; e (ii) altos riscos e baixa liquidez decorrentes de tais investimentos, o que acaba restringindo tais fundos a investidores muito específicos e pouco numerosos.

2.4 Conceito, Finalidade e Funcionamento dos Fundos de Investimento em Participações

Como vimos, os fundos de investimento em participações, comumente conhecidos como fundos de investimento em *private equity* e *venture capital*, regulados pela CVM[106], se destinam ao investimento em sociedades, abertas ou fechadas, que podem se encontrar em diferentes estágios de desenvolvimento.

Tais fundos investem tanto em empresas nascentes, quanto naquelas já formadas, mas que necessitam de capital para promover um determinado produto ou serviço, ainda

[106] Vale dizer que os fundos de investimento em participações e seus diferentes participantes (tais como administradores, gestores e distribuidores de cotas, entre outros) também podem estar sob regime de autorregulação, que consiste, como o próprio nome já esclarece, na regulação feita pelos próprios participantes de uma determinada indústria ou setor do mercado. No caso dos fundos de investimento, a entidade responsável pelas atividades de autorregulação de seus membros é a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA. Àqueles que prestarem serviços de gestão, administração e distribuição a fundos de investimento em participações e forem membros da referida associação ou da Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* – ABVCAP ou não sejam membros, mas adiram expressamente às regras aplicáveis, aplicar-se-á o Código ABVCAP / ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE, elaborado em conjunto pela ANBIMA e pela ABVCAP, que visou dar mais transparência, elevar os padrões fiduciários e padronizar procedimentos atinentes a tais serviços, bem como aumentar a qualidade e a disponibilidade de informações. O referido código, assim, dispõe sobre regras básicas acerca do compromisso de investimento dos fundos, de seus regulamentos, prospectos, da divulgação de informações, além daquelas referentes à administração, gestão e funcionamento de comitês de investimentos, entre outras. – ANBIMA. **FIP e FIEE**. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/fip-e-fiee.htm. Acesso em: 4 de abril de 2019.

carecedor de pesquisa e desenvolvimento, a fim de que seja posto em prática e testado no mercado. Podem, assim, investir em sociedades recém-nascidas (as ditas *startups*), já consolidadas, mas que dependam de capital, por estarem em um ciclo ainda não plenamente consolidado de desenvolvimento, bem como naquelas que estejam em recuperação judicial ou extrajudicial, com o intuito de prestar auxílio em sua reabilitação financeira e evitar que entrem efetivamente em estado de falência e liquidação.

Se encontra justamente nessa variedade de estágios das sociedades investidas a diferenciação prática, comumente feita pelos partícipes do mercado de capitais, entre o conceito de *private equity* e *venture capital*, que até aqui tratamos conjuntamente, sem distinção, para facilitar as reflexões antecedentes. Em geral, o termo *venture capital* é associado ao investimento em empresas pré-operacionais ou nascentes, enquanto o termo *private equity* é utilizado para a aplicação de capital em sociedades existentes, pequenas ou médias, que desejam se financiar, para expansão de seus negócios, com recursos de terceiros[107]. Como tratam de esquemas de investimento bastante diferentes, envolvendo riscos sobremaneira distantes, não costumam os dois segmentos serem abarcados por um mesmo fundo de investimento em participações e terem uma mesma equipe de gestão.

Feita esta diferenciação sobre o estágio evolutivo das empresas investidas, o que será melhor explorado no subcapítulo 2.5, ao tratarmos das diferentes categorias de fundos de investimento em participações, cabe frisar que, em qualquer caso, a comunhão de recursos formadora desses fundos, nos termos do art. 5º da Instrução CVM nº 578/16, destina-se à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples[108], outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou

---

[107] Diogo Bernardino, sobre tal diferenciação: *"A expressão Venture Capital é reservada para os investimentos realizados em empreendimentos em estágios iniciais, ainda não constituídos ou recentemente fundados. Nestes casos, o montante recebido pelo empreendedor é utilizado para a pesquisa e para o desenvolvimento da ideia original, a par de que o negócio possa ser viabilizado perante o mercado. A designação Private Equity, por sua vez, está associada a investimentos em empresas existentes, normalmente já consolidadas no mercado e que desejam expandir seus negócios por meio dos recursos oferecidos pelo fundo. (...) A partir da classificação trazida, percebe-se que a expressão Venture Capital é empregada para investimentos entre as fases de seed e startup, enquanto que o termo Private Equity refere-se aos estágios posteriores."* – BERNARDINO, Diogo. "Fundos de Venture Capital e Private Equity – Breve Análise Sobre Sua Evolução, Características e Importância". **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 61. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013, p. 61 e 62.

[108] O investimento em debêntures não conversíveis está limitado a um valor de, no máximo, 33% do capital subscrito do fundo, exceto no caso de fundos de investimento em participações em infraestrutura ou em produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, nos termos da regulamentação aplicável. Vale frisar, ainda, que todos os outros títulos e valores mobiliários representativos de dívida passíveis de entrar na carteira de investimentos do fundo devem ser conversíveis.

fechadas[109], bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas[110].

O art. 11 da referida instrução estabelece que 90% do patrimônio líquido do fundo deve se concentrar nos ativos mencionados no parágrafo acima, depois de terminado o prazo máximo para aplicação dos recursos investidos pelos cotistas, observando-se o disposto em seus compromissos de investimento, sob pena de ter, o fundo, de devolver os recursos recebidos aos cotistas, devolução esta justificada pelo desenquadramento de sua carteira de investimentos em relação à supracitada regra[111].

Os investimentos do fundo nas referidas sociedades decorrem diretamente dos aportes de capital realizados por seus cotistas, em cada uma de suas distribuições de cotas, as quais serão estudadas mais à frente. Essas contribuições de recursos ao fundo se baseiam em dois instrumentos particulares, os compromissos de investimento e boletins de subscrição[112], ambos a serem celebrados individualmente com cada um dos cotistas no momento de seu ingresso no fundo.

O primeiro desses documentos é uma possibilidade e não uma necessidade, visto que o fundo pode não admitir chamadas de capital e exigir integralizações à vista de seus subscritores. Quando existente, no entanto, configura o documento constitutivo do compromisso de investir e integralizar os valores subscritos, assumido pelos cotistas diante do fundo, e deve prever, no mínimo, o montante a ser investido, o prazo, a forma e o processo

---

[109] O fundo também poderá realizar adiantamentos para futuro aumento de capital das companhias abertas ou fechadas que fizerem parte de sua carteira de investimentos, desde que (i) o fundo já possua investimento em ações na companhia, (ii) essa possibilidade seja autorizada pelo regulamento, (iii) vede-se o arrependimento sobre o adiantamento realizado e (iv) o adiantamento seja convertido em capital em, no máximo, 12 meses.

[110] Nos termos da Instrução Normativa n° 58, de 22 de março de 2019, emitida pelo Ministério da Economia, que veio a alterar o Manual de Registro de Sociedade Limitada, aprovado pela Instrução Normativa DREI nº 38, de 2 de março de 2017, o fundos de investimento em participações detêm capacidade para ser sócios de sociedades limitadas, desde que devidamente representados por seu administrador.

[111] A CVM já aclarou, em Relatório de Audiência Pública SDM nº 05/2015, que a incorporação de bens ao patrimônio do fundo, mesmo que não permitidos pela regulamentação aplicável, em razão de execução de garantias outorgadas a ele nas operações de sua carteira de investimentos, não causará desenquadramento, "*uma vez que em razão de execução de garantias de suas operações, e em benefício dos cotistas, qualquer fundo de investimento pode receber os mais diferentes tipos de ativos, o que é considerado como uma situação de exceção. Cabe ao gestor do fundo que receber ativos estranhos ao seu funcionamento, em razão de excussão de garantias, cuidar para que tais ativos sejam convertidos em espécie, de forma a causar o menor prejuízo possível aos cotistas*" – BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Audiência Pública SDM n° 05/2015**, p. 33. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0515.html. Acesso em: 26 de março de 2019.

[112] Tanto os compromissos de investimento, quanto os boletins de subscrição, estão expressamente previstos na Instrução CVM nº 578/16, em seu art. 20.

decisório para a integralização e para as eventuais chamadas de capital que podem ser feitas pelo administrador e pelo gestor em nome do fundo.

Já o segundo, o boletim de subscrição, apresentará necessariamente o nome e qualificação do subscritor, o número de cotas subscritas, o valor total a ser integralizado e o respectivo prazo para integralização, assim como o preço de subscrição. A subscrição de cotas poderá ser feita também mediante lista, em substituição ao boletim. No entanto, uma dessas formas deverá necessariamente ser adotada, a fim de viabilizar a subscrição de cotas de um cotista em um fundo de investimento em participações.

Ainda sobre as regras de composição de sua carteira de investimentos, o fundo pode também aplicar até 20% dela em ativos no exterior[113], desde que tais ativos sejam da mesma natureza econômica daqueles mencionados no art. 5º da Instrução CVM nº 578/16, bem como podem aplicar seus recursos na aquisição de cotas de outros fundos de investimento em participações ou de fundos de ações voltados para o mercado de acesso, ficando vedada a participação recíproca, em conformidade com o disposto nos arts. 12 e 13 da mesma instrução, respectivamente.

Não poderão os fundos utilizar os montantes financeiros constantes de suas carteiras para a realização de operações com derivativos[114], exceto quando: (i) visarem exclusivamente a proteção patrimonial; e (ii) envolverem opções de compra ou venda de ações das companhias que integram a sua carteira com o propósito de ajustar o preço de aquisição da companhia com o consequente aumento ou diminuição futura na quantidade de ações investidas ou, ainda, alienar essas ações no futuro como parte da estratégia de desinvestimento.

---

[113]São ativos no exterior, nos termos do art. 12 da Instrução CVM nº 578/16 e seus parágrafos, aqueles cujo emissor têm sede no exterior ou que têm sede no Brasil e ativos localizados no exterior correspondentes a 50% ou mais daqueles constantes em suas demonstrações contábeis. Além disso, não serão também considerados ativos no exterior aqueles que tenham um emissor com sede no exterior, mas cujos ativos estejam no Brasil e correspondam a 90% ou mais daqueles constantes das suas demonstrações contábeis.

[114] Segundo Eduardo Fortuna, "*um derivativo é um ativo ou instrumento financeiro, cujo preço deriva de um ativo ou instrumento financeiro de referência ou subjacente, e que justifica a sua existência, seja com a finalidade de obtenção de um ganho especulativo específico em si próprio, ou, e principalmente, como proteção – hedge – contra eventuais perdas no ativo ou instrumento financeiro de referência. A sua utilização foi incrementada na década de 80, no processo de desregulamentação e liberalização dos mercados financeiros. São produtos financeiros sofisticados e complexos que objetivam – ou deveriam objetivar – a proteção dos agentes econômicos contra as variações de índices ou moedas de referência de seus ativos ou passivos, caso eles não sejam os mesmos.*" – FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 20ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2015, p. 663.

Além disso, tais fundos devem participar da política estratégica e da gestão das sociedades investidas, com efetiva atuação em seus processos decisórios, sendo que esta deve se dar pela detenção de ações pertencentes ao bloco de controle da sociedade investida, pela celebração de acordo de acionistas ou de qualquer contrato, acordo, negócio jurídico (inclusive acordo de sócios, no caso de sociedades limitadas) ou, ainda, pela adoção de qualquer outro procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição da política estratégica da sociedade investida e na sua administração, inclusive por meio da indicação de membros de seu conselho de administração[115].

A participação em sua política estratégica visa à contribuição direta do administrador e/ou do gestor do fundo na gestão da sociedade investida, a fim de que, com o compartilhamento de sua experiência e conhecimento de mercado, possa levá-la a se desenvolver de maneira plena, aplicando corretamente os recursos provenientes do fundo e, com isso, valorizando o capital investido, a ser realizado com a alienação de sua participação, tanto a um eventual adquirente específico, quanto em bolsa de valores, mediante a realização de uma oferta pública inicial.

Acerca desta linha de raciocínio, Calos Martins Neto se posicionou da seguinte forma:

> *"Assim, a meta de muitos gestores de FIP é realizar a aquisição de participação em companhia em desenvolvimento, com grande potencial de crescimento e, agregando sua experiência e expertise em administração de empresas, melhorar os índices de eficiência e rentabilidade de tal entidade, bem como o volume de suas operações, de forma a maturar o negócio e fazer com que a sociedade atinja um tamanho adequado para acessar o mercado de capitais e promover a oferta pública inicial de suas ações (IPO). Nessa oportunidade, além de oferta pública primária promovida pela*

[115] A fim de contemplar a possibilidade de, com o desenrolar das operações e atividades do fundo, um determinado investimento realizado passe a ser irrelevante (ou significativamente menos relevante do que o investimento inicial), em razão de processos de desinvestimento ou desvalorização abrupta dos ativos da carteira, a CVM autorizou, nestes casos, a dispensa da exigência de participação no processo decisório da sociedade investida, nos termos do Parágrafo Único do art. 6º da Instrução CVM n° 578/16, conforme segue: "*Fica dispensada a participação do fundo no processo decisório da sociedade investida quando: I – o investimento do fundo na sociedade for reduzido a menos da metade do percentual originalmente investido e passe a representar parcela inferior a 15% do capital social da investida; ou II – o valor contábil do investimento tenha sido reduzido a zero e haja deliberação dos cotistas reunidos em assembleia geral mediante aprovação da maioria das cotas subscritas presentes, caso o regulamento não estipule um quórum mais elevado.*" Além disso, reza o art. 7° da Instrução CVM n° 578/16 que o requisito de efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão das sociedades investidas também não se aplica ao investimento em companhias investidas listadas em segmento especial de negociação de valores mobiliários, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, voltado ao mercado de acesso, que assegure, por meio de vínculo contratual, padrões de governança corporativa mais estritos que os exigidos por lei, desde que observados determinados limites percentuais para a aplicação do fundo nesses ativos.

> *companhia, o FIP e outros investidores institucionais podem realizar oferta secundária para a venda de suas ações."* [116]

Essa lógica se persevera em qualquer das modalidades de fundos de investimento em participações, seja aquela que atua no *venture capital*, seja a participante de investimentos em *private equity*. Tal participação efetiva na gestão e na política estratégica da sociedade investida, conforme mencionado no subcapítulo anterior, tende a reduzir a assimetria informacional existente entre esta e o fundo, forçando a sociedade a adotar maiores controles e regras de governança corporativa, transparência e publicidade de suas informações contábeis e gerenciais.

Em linha com o conceito acima, o próprio art. 8º da Instrução CVM nº 578/16 determina que as companhias fechadas que receberem investimentos do fundo devem, no mínimo, desenvolver as seguintes práticas de governança: (i) seus documentos constitutivos devem proibir a emissão de partes beneficiárias. Deve-se assegurar também a inexistência de títulos desse tipo em circulação e o estabelecimento de um mandato unificado de até dois anos para todo o conselho de administração da sociedade, quando existente; (ii) a sociedade deve disponibilizar para os acionistas contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão dela; (iii) a sociedade aderirá a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários; (iv) caso a sociedade obtenha registro de companhia aberta na categoria A[117], deve ela se obrigar, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade administradora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, práticas diferenciadas de governança corporativa conforme mencionadas nos itens acima; e (v) a sociedade promoverá a realização de auditoria anual de suas demonstrações contábeis, por auditores independentes registrados na CVM.

No caso das companhias abertas, não há regras de governança pré-estabelecidas pela Instrução CVM nº 578/16, ficando a cargo do regulamento do fundo a determinação dos

---

[116] MARTINS NETO, Carlos. **A Responsabilidade do Cotista de Fundo de Investimento em Participações**. São Paulo: Almedina, 2017, p. 62.

[117] Nos termos do parágrafo 1º do art. 2° da Instrução CVM n ° 480/09, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários, "*o registro na categoria A autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários.*" – BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html. Acesso em: 26 de março de 2019.

critérios a serem observados por tais empresas antes de receberem o investimento. Isso se dá porque toda e qualquer companhia de capital aberto já deve observar critérios mínimos de governança, em conformidade com a Lei nº 6.404/76, os normativos emitidos pela CVM, bem como com as regras estabelecidas pela própria bolsa de valores para cada segmento de listagem concedido aos emissores.

No entanto, as sociedades limitadas que captarem recursos dos fundos de investimento em participações estarão dispensadas de atender aos requisitos acima, caso sua receita bruta anual não exceda R$ 16 milhões, por força do art. 5°, parágrafo 2°, da Instrução CVM nº 578/16, observado que, caso tal limite seja ultrapassado, certos requisitos, dentre os acima expostos (ou mesmo todos eles) passarão a ter de ser cumpridos[118].

2.5 Categorias de Fundos de Investimento em Participações

Os fundos de investimento em participações dividem-se em cinco categorias, a saber: (i) capital semente; (ii) empresas emergentes; (iii) infraestrutura (FIP – IE); (iv) produção econômica intensiva em pesquisa desenvolvimento e inovação (FIP-PD&I); e (v) multiestratégia[119].

---

[118] Nos termos do art. 5°, parágrafo 2°, e do art. 15 da Instrução CVM nº 578/16, caso a receita bruta anual fique entre R$ 16 milhões e R$ 300 milhões, a sociedade investida deverá (i) disponibilizar para os acionistas contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia; (ii) caso obtenha registro de companhia aberta na categoria A, se obrigar, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade administradora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, práticas diferenciadas de governança corporativa conforme mencionadas nos itens acima; e (iii) promover a realização de auditoria anual de suas demonstrações contábeis, por auditores independentes registrados na CVM. Na hipótese de sua receita bruta ultrapassar o referido valor de R$ 300 milhões, todas as regras de governança aplicáveis às sociedades fechadas e previstas no art. 8º da Instrução CVM nº 578/16 deverão ser observadas.
Ademais, sobre este tema a CVM esclareceu em Relatório de Audiência Pública SDM nº 05/2015 que "*a permissão para o investimento do FIP em sociedades limitadas tem como objetivo o desenvolvimento de startups e empreendedores de pequeno porte em diferentes segmentos de negócios, motivo pelo qual, uma vez ultrapassado o limite máximo de receita bruta, a empresa deve adotar dispositivos de governança previstos no art. 8º, o que, necessariamente, enseja que a sociedade limitada se transforme em sociedade anônima aberta ou fechada.*" – BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Audiência Pública SDM n° 05/2015**, p. 12. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0515.html. Acesso em: 26 de março de 2019.

[119] Tal nomenclatura deve, assim, constar da denominação de cada uma das categorias de fundos. Além disso, aqueles que forem destinados à aplicação em empresas cuja principal atividade é a inovação, nos termos do disposto na Lei nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004, devem também apresentar, em sua denominação, a expressão "inovação"

Conforme já brevemente mencionado neste capítulo, ao abordarmos a evolução dos fundos de *private equity* e *venture capital* no Brasil, a Instrução CVM nº 578/16 foi responsável não só por criar essa classificação dentro do universo desses fundos, como também por revogar os normativos anteriores que tratavam dos diversos veículos de investimento em participações societárias de maneira esparsa.

A Instrução CVM n° 391/03 versava sobre os fundos de investimento em participações propriamente ditos (genéricos)[120]. A Instrução CVM n° 209/94, a qual assumiu a dianteira do tema no Brasil, tratava dos fundos de investimento em empresas emergentes. A Instrução CVM n° 460/07 dispunha sobre os fundos de investimento em participações em infraestrutura e os fundos de investimento em participação na produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação.

Todos esses veículos eram tipos de fundos distintos, disciplinados por regulamentação própria. Todavia, apresentavam inúmeras características em comum com os fundos de investimento em participações regulados à época pela Instrução CVM n° 391/03, a começar pelo fato de que todos tinham como cerne o investimento em sociedades empresárias de capital aberto ou fechado. Desta forma, foram inteligentemente reunidos em um único normativo, a Instrução CVM nº 578/16, passando agora a configurar categorias distintas de uma mesma modalidade de fundo, o fundo de investimento em participações.

Essas categorias variam especialmente de acordo com o estágio de evolução e o tipo de negócio das sociedades que serão prospectadas e que receberão investimentos do fundo. A diferença visa, primordialmente, evidenciar aos cotistas o nível de risco que está atrelado àquela determinada estrutura, trazendo mais transparência e segurança a todos os agentes econômicos com ela envolvidos. Outrossim, possibilitam uma melhor adequação entre a tolerância de cada investidor a riscos e tipos de aplicação financeira.

Essa adaptação entre o perfil do cotista e a modalidade de fundo a investir fica enormemente facilitada, se existe um parâmetro preestabelecido para cada estrutura de fundo

---

[120] A CVM esclareceu, em Relatório de Audiência Pública SDM nº 05/2015, que "*ao incluir a categoria Multiestratégia no rol de classificações previstas, o FIP "genérico" não mais existirá, tendo em vista que será naturalmente um multiestratégia, pois poderá alocar seus recursos em emissores de distintas categorias. Com isso, a classificação dos FIP entre as categorias dispostas na Instrução passa a ser obrigatória, devendo o FIP adotar em sua denominação a correspondente categoria de acordo com a sua política de investimentos.*" – BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Audiência Pública SDM n° 05/2015**, p. 36. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0515.html. Acesso em: 26 de março de 2019.

a ser montada, principalmente no que concerne às regras de aplicação e concentração de suas carteiras de investimento. Esse processo de adequação e compatibilização entre as características do investidor e os aspectos atrelados aos seus respectivos investimentos e à sua classificação de risco é usualmente denominado, no mercado de capitais, de *suitability*[121].

Tal processo, inclusive, foi crucial para o desenvolvimento da indústria de fundos e está intimamente ligado aos deveres dos gestores e administradores de carteira, conforme bem afirma Eduardo Montenegro Dotta, *in verbis*:

> *"(...) os administradores e gestores de fundos de investimentos devem prestar todas as informações que possam influir na decisão de investimento do público poupador, buscando justamente viabilizar o julgamento de que a modalidade de fundo escolhida é a que mais se ajusta aos interesses do cotista, em termos de retorno financeiro esperado, dado um determinado grau de risco suportável. Como visto, essa obrigação deriva do dever de transparência e de verificação de adequação (Suitability) imposto aos administradores de fundos de investimento."* [122]

A existência de modalidades diferentes de um mesmo tipo de fundo facilita a adequação dos investidores e de seus perfis a cada uma delas, possibilitando que o *suitability* seja feito quase que instantaneamente, simplesmente ao se deparar com a denominação do fundo e as primeiras páginas de seus documentos constitutivos.

Tendo em mente a importância da distinção entre as diversas categorias de fundos e o conceito de *suitability* apresentado acima, passaremos agora a sumariar as características e divergências de cada uma dessas categorias, com especial atenção para o que define as suas respectivas carteiras de investimento.

2.5.1 Capital Semente

Os fundos de investimento em participações capital semente, também conhecidos pelo correspondente termo inglês *seed capital funds*, investem em sociedades limitadas e

---

[121] Rodrigo Dufloth define *suitability* como "*o dever de verificação de adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente, em linha com a boa-fé, diligência e lealdade que são esperadas dos participantes do mercado*" – DUFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017, p. 180.

[122] DOTTA, Eduardo Montenegro. **A Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Almedina, 2018, p. 129.

anônimas cuja receita bruta anual não ultrapasse os R$ 16 milhões, apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte do fundo na empresa, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos três exercícios sociais que antecederem tal aporte.

Como são sociedades em nível de desenvolvimento bastante embrionário (basicamente *startups*[123]), o legislador acertadamente as dispensou das regras mínimas de governança aplicáveis a sociedades anônimas fechadas, nos termos do art. 8º da Instrução CVM nº 578/16, todas as quais foram descritas no subcapítulo 2.2, acima. Caso excedam o referido valor, após o investimento do fundo, deverão, então, passar a respeitar gradativamente as regras do supracitado art. 8º, dependendo do valor apurado para sua receita anual bruta.

Além disso, as sociedades investidas pelo fundo não podem ser controladas, direta ou indiretamente, por sociedade ou grupo de sociedades, de fato ou de direito, que apresentem ativo total superior a R$ 80 milhões ou receita bruta anual superior a R$ 100 milhões no encerramento do exercício social imediatamente anterior ao primeiro aporte do fundo, exceto quando a sociedade for controlada por outro fundo de investimento em participações (desde que as suas demonstrações contábeis não sejam consolidadas nas demonstrações de qualquer de seus cotistas).

2.5.2 Empresas Emergentes

Os fundos de investimento em empresas emergentes foram criados pela Instrução CVM nº 209/94, a qual, como vimos, foi revogada pela Instrução CVM nº 578/16. Segundo este recente normativo, tais fundos investem em sociedades anônimas, abertas ou fechadas, que tenham receita bruta anual de até R$ 300 milhões, apurada no exercício social encerrado

---

[123] A CVM, em Relatório de Audiência Pública SDM nº 05/2015, elucidou que: "*Considerando que o objetivo do FIP – Capital Semente é o de investir em empresas startups, o limite de receita proposto considerou, com base em estudos, que nos primeiros 3 anos uma startup provavelmente chegaria a uma receita bruta anual média inferior a R$ 10 milhões e que, acima desse montante, já não se justificariam os descontos regulatórios como propostos para essa modalidade de FIP. Porém, a CVM considerou os pleitos da ABVCAP e BNDES pertinentes, inclusive quanto as preocupações sobre a atualização do valor na Instrução, e optou por utilizar o limite de R$ 16 milhões, conforme alterado na Instrução.*" – BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Audiência Pública SDM n° 05/2015**, p. 36. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0515.html. Acesso em: 26 de março de 2019.

em ano anterior ao primeiro aporte do fundo na sociedade, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos três exercícios sociais anteriores.

Neste caso, dispensa-se o cumprimento de determinados requisitos estabelecidos no art. 8º da Instrução CVM nº 578/16 em relação às companhias investidas, a saber: (i) não há qualquer restrição para a emissão de partes beneficiárias e ou limite para o prazo e forma do mandato dos membros do conselho de administração da sociedade; e, ainda, (ii) não precisam aderir a câmara de arbitragem para resolução de conflitos. No entanto, da mesma forma que no fundo capital semente, se as empresas emergentes investidas passarem a ter receita bruta anual que transponha o limite supracitado, os requisitos do referido art. 8º serão aplicáveis, inclusive os dispensados, tais como descritos acima, no prazo de até dois anos, contados a partir da data de encerramento do exercício social em que apresente receita bruta anual superior ao referido limite.

As sociedades investidas pelo fundo não podem ser controladas, direta ou indiretamente, por sociedade ou grupo de sociedades, de fato ou de direito, que apresentem ativo total superior a R$ 240 milhões ou receita bruta anual superior a R$ 300 milhões no encerramento do exercício social imediatamente anterior ao primeiro aporte do fundo, aplicando-se a esta modalidade a mesma exceção permitida ao fundo capital semente, acerca do investimento por fundo de investimento em participações, descrita no item anterior.

2.5.3 Infraestrutura (FIP – IE) e Produção Econômica Intensiva em Pesquisa Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I)

Haja vista o fato de que as regras atualmente aplicáveis aos fundos de investimento em participações em infraestrutura e aos fundos que visem a produção econômica intensiva em pesquisa desenvolvimento e inovação são as mesmas, diferenciando-se apenas pela finalidade dos projetos que pertencerão às suas carteiras de investimentos e pelos benefícios fiscais atrelados a cada um deles, trataremos de ambos conjuntamente, em um único item.

Ambas as categorias devem manter os recursos provenientes de suas captações investidos em ações, bônus de subscrição, debêntures, conversíveis ou não em ações, ou outros títulos de emissão de sociedades anônimas, de capital aberto ou fechado (e não de

sociedades limitadas), que desenvolvam, respectivamente, novos projetos[124] de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação no território nacional. Tais projetos estarão contidos, outrossim, nos setores econômicos de energia, transporte, água, saneamento básico, irrigação e outras áreas tidas como prioritárias pelo Poder Executivo Federal.

Esses fundos têm até cento e oitenta dias após o seu registro na CVM para iniciar as suas atividades e aplicar 90% de seu patrimônio nos ativos permitidos, conforme mencionados acima. Não poderão, ademais, apresentar menos do que cinco cotistas, sendo que cada um deles jamais poderá ter mais de 40% das cotas emitidas ou auferir rendimento superior ao mesmo percentual em relação aos demais cotistas.

2.5.4 Multiestratégia

Esta categoria é a mais versátil entre todas as anteriores, pois, justamente por não se subsumir a qualquer uma das demais, admite investimentos em quaisquer dos ativos aceitos pela Instrução CVM nº 578/16, emitidos por sociedades em diferentes níveis de desenvolvimento e atuantes em variados setores da economia. Por esta razão, entende-se que esta categoria é a substituta dos antigos fundos de investimento em participações, antes regulados pela Instrução CVM nº 391/03.

Às sociedades investidas por esta modalidade de fundo é permitido gozar das dispensas aos requisitos e práticas de governança citados quando tratamos dos fundos capital semente e de investimento em empresas emergentes, caso tais sociedades respeitem, claro, os limites de receita bruta anual e demais requisitos ali mencionados.

Outra benesse trazida pela Instrução CVM nº 578/16, também responsável pela flexibilidade de investimento à disposição dos participantes dos fundos multiestratégia, consiste na possibilidade de se investir até 100% do capital integralizado pelos cotistas em

---

[124] Nos termos dos parágrafos 1º e 2º da Instrução CVM nº 578/16, são novos projetos: (i) aqueles implementados após 22 de janeiro de 2007; (ii) os projetos de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação implementados a partir da vigência da Lei nº 12.431, de 27 de junho de 2011, por sociedades específicas criadas para tal fim e que atendam à regulamentação do Ministério da Ciência e Tecnologia; e (iii) as expansões de projetos já existentes, implantados ou em processo de implantação, desde que os investimentos e os resultados da expansão sejam segregados mediante a constituição de sociedade de propósito específico.

ativos emitidos ou negociados no exterior, desde que: (i) o fundo seja destinado apenas a investidores profissionais, estando este requisito expresso em seu regulamento; (ii) haja previsão expressa no regulamento sobre a possibilidade e limites para tal investimento; e (iii) apresente em sua denominação o sufixo "investimento no exterior".

2.6 Constituição e Registro dos Fundos de Investimento em Participações

Nos termos art. 2° da Instrução CVM n° 578/16, o funcionamento do fundo depende de prévio registro na CVM. Este, por sua vez, será automaticamente concedido caso sejam protocolizados, pelo administrador do fundo, os seguintes documentos e informações: (i) ato de constituição e inteiro teor de seu regulamento; (ii) declaração do administrador do fundo de que firmou os contratos com os respectivos prestadores de serviço do fundo, conforme o caso, e de que tais contratos se encontram à disposição da CVM; (iii) nome do auditor independente do fundo; (iv) informação quanto ao número máximo e mínimo de cotas a serem distribuídas pelo fundo, o valor da emissão, custos incorridos, e outras informações relevantes sobre a distribuição de cotas; (v) material de divulgação a ser utilizado na distribuição de cotas do fundo, inclusive prospecto[125], se houver; (vi) qualquer informação adicional que venha a ser disponibilizada aos potenciais investidores do fundo; e (vii) o número de inscrição do fundo no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica – CNPJ.

Em suma, denota-se do exposto que a operação de um fundo e o início de suas atividades dependem, basicamente, da sua inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica – CNPJ, do registro na CVM e da distribuição de suas cotas. Todos os demais atos necessários são corolários de qualquer um desses requisitos básicos.

---

[125] Conforme dispõe o art. 38 da Instrução CVM n° 400/03, prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, inclusive cotas de fundos de investimento, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento. Este documento reunirá, portanto, as principais características do fundo de investimento emissor, relevantes para o investidor e sua decisão de investir, tais como informações organizacionais e constitutivas, política de investimento, dados dos administradores e demais prestadores de serviço do fundo, taxas de administração, gestão e performance, direitos, deveres e responsabilidades dos cotistas, administradores, gestores, entre outros, fatores de risco inerentes às atividades e investimentos realizados pelo fundo, entre outras. As ofertas públicas de cotas dos fundos de investimento em participações poderão ser dispensadas, a critério da CVM, da elaboração e apresentação do prospecto, nos termos do art. 4º da Instrução CVM n° 400/03.

A propósito, está à disposição dos participantes do mercado, desde 8 de junho de 2017, sistema informatizado de concessão de registro automático e de recepção de documentos. No caso dos fundos de investimento em participações, será utilizado pelo administrador o Sistema de Gestão de Fundos Estruturados, tanto para registro automático dos fundos, quanto para envio de informações e documentos acerca da integralização de cotas, alterações de data de encerramento de exercício social, substituição de instituição administradora ou outros participantes e, ao fim, o encerramento dos fundos[126]. Desta forma, bastará ao administrador do fundo realizar o protocolo dos documentos necessários por meio desse sistema, acessível pelo próprio endereço da CVM na rede mundial de computadores, para que o registro seja automaticamente concedido, fazendo com que o fundo se torne apto a dar início à colocação de suas cotas, podendo, com este propósito, inclusive, se obrigar perante terceiros e se sujeitar a todos os deveres e obrigações que as regras da CVM e o seu regulamento estabelecem.

O registro automático acima faz com que o fundo fique em fase pré-operacional, visto que suas atividades de investimento dependerão da integralização de suas cotas, a qual ficará sujeita à implementação e conclusão do processo de distribuição de cotas do fundo, a ser promovido por seu administrador e demais prestadores de serviço, conforme aplicável. É sobre este processo que nos debruçaremos a partir de agora.

2.7 Distribuição de Cotas

O efetivo procedimento de distribuição de cotas dos fundos de investimento em participações aos seus correspondentes investidores apenas poderá ser iniciado após a concessão do registro automático do fundo pela CVM. As cotas de fundos de investimento em participações são valores mobiliários, por força do disposto no art. 2°, inciso V, da Lei n° 6.385/76, e, por esta razão, qualquer distribuição pública de cotas será, necessariamente, uma

[126] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Ofício-Circular nº 2/2017/SIN/CVM, de 5 de junho de 2017**. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-0217.html. Acesso em: 1º de abril de 2019.

oferta de valores mobiliários destinada ao público em geral, o que também depende de prévio registro ou de dispensa de registro pela CVM[127].

Qualquer esforço de venda ou colocação pública de cotas deve observar o disposto na Instrução CVM n° 400/03[128], que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, ou na Instrução CVM n° 476/09[129], que trata das ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.

As ofertas públicas em geral dependem de prévio registro junto à CVM[130], salvo se esta for desobrigada por dispositivo regulamentar expresso editado pela própria autarquia.

---

[127] Nos termos do art. 19 da Lei n° 6.385/76, "*nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão*". Ademais, o parágrafo 1º do referido artigo estabelece, ainda, que "*são atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.*" A Instrução CVM n° 400/03, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, em consonância com o supracitado dispositivo legal, explora o conceito, esclarecendo, em seu art. 3°, que: "*são atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma; II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.*" Além disso, o próprio parágrafo 1º do referido artigo esclarece o que é público em geral, ao afirmar que: *"considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora.*"

[128] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html. Acesso em: 1° de abril de 2019.

[129] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009**. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html. Acesso em: 1° de abril de 2019.

[130] Nos termos do convênio estabelecido entre a CVM e a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, em 26 de dezembro de 2018, e da Instrução CVM n° 471, de 8 de agosto de 2008, a ANBIMA poderá fazer a análise prévia e elaborar relatórios técnicos relativos a pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição de cotas de emissão fundos de investimento em participações, por procedimento simplificado. A utilização desse procedimento é uma faculdade daqueles que forem participantes da ANBIMA e visa agilizar os processos de registro das ofertas públicas de cotas, entre outros valores mobiliários. – ANBIMA.

Desta forma, estão dispensadas de pedido de registro as ofertas públicas de cotas com esforços restritos, realizadas em conformidade com a Instrução CVM n° 476/09, bem como aquelas que tiverem por objeto um lote único e indivisível de cotas, nos termos do art. 5º, inciso II, da Instrução CVM n° 400/03.

As ofertas públicas de cotas serão realizadas por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou por administradores fiduciários ou, ainda, por gestores de recursos atuando na distribuição de seus fundos, conforme as regras regulamentares aplicáveis a esta função.

Outro ponto importante, trazido pela Instrução CVM n° 578/16, consiste no fato de que não será considerada oferta pública, ou seja, adotando-se a forma de uma colocação privada, a emissão de cotas destinada aos próprios cotistas do fundo, desde que, cumulativamente, as cotas não sejam admitidas à negociação em mercados organizados e aquelas que não forem colocadas sejam canceladas automaticamente.

Acerca da realização de colocações privadas de cotas pelos fundos de investimento em participações, não vislumbramos impedimento para o fato, visto que a CVM recentemente alterou entendimento exarado pelo seu Colegiado em 21 de fevereiro de 2006, por meio da Decisão CVM n° 4755/05, concernente ao processo CVM registrado sob o n° RJ 2005/2345[131], que, em linhas gerais, asseverava que não havia possibilidade de registro na CVM de fundos de investimento cujas cotas se destinassem à colocação privada. A mudança de paradigma foi determinada pelo Colegiado em reunião realizada em 30 de outubro de 2018, face ao Processo Administrativo CVM nº 19957.003689/2017-18[132], ao expressamente autorizar os fundos de investimento que invistam em valores mobiliários[133], inclusive os fundos de investimento em participações que apliquem nesses ativos, a se registrarem na CVM e, ao mesmo tempo, distribuírem suas cotas privadamente, sem depender de qualquer registro prévio de distribuição pública ou dispensa de registro, desde que não infrinjam quaisquer das normas aplicáveis às ofertas públicas de valores mobiliários.

Análise Prévia de Ofertas Públicas. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/servicos/analise-previa-de-ofertas-publicas.htm. Acesso em: 4 de abril de 2019.

[131] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo CVM n° RJ 2005/2345**. Colegiado. Rel. Presidente Marcelo Fernandez Trindade. julg. em 21 de fevereiro de 2006.

[132] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo CVM nº 19957.003689/2017-18**. Colegiado. Rel. Diretor Pablo Renteria. julg. em 30 de outubro de 2018.

[133] Conforme definidos pelo art. 2° da Lei n° 6.385/76.

2.8 As Cotas de Emissão dos Fundos de Investimento em Participações e a Relação Jurídica com seus Detentores (os Cotistas)

As cotas dos fundos de investimento em participações são frações ideais de seu patrimônio e devem conferir aos seus detentores iguais direitos e obrigações. Se o regulamento do fundo impossibilitar a transferência ou negociação das cotas em mercados secundários, estas poderão adotar a forma nominativa e, portanto, ter a sua propriedade presumida pelo registro do cotista no livro de registro de cotas nominativas ou da conta de depósito aberta em nome do cotista, ambos mantidos pelo administrador do fundo (caso contrário, as cotas serão necessariamente escriturais).

Às cotas de emissão do fundo poderão ser atribuídas uma ou mais classes, com distintos direitos econômico-financeiros, exclusivamente quanto à fixação das taxas de administração e gestão e à ordem de preferência no pagamento de rendimentos, amortizações ou do saldo de liquidação do fundo. As diferentes classes, por sua vez, podem ser divididas em séries, que visarão distinguir cada uma delas em função das datas de integralização, amortização e remuneração. As classes também poderão se distinguir por direito políticos especiais para as matérias que o regulamento especificar.

Por outro lado, os fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais ou aqueles que obtenham apoio financeiro direto de organismos de fomento estão autorizados a ter classes de cotas com direitos econômico-financeiros distintos em relação a outros aspectos, além dos citados no parágrafo imediatamente acima.

A possibilidade de se criar classes diferentes de cotas é extremamente interessante para a indústria de *private equity* e *venture capital*, pois permite que um fundo de investimento em participações possa receber cotistas com características e interesses distintos, congregados em um único veículo de investimento. Se isso não fosse possível, os cotistas de classes diferentes teriam que realizar seus investimentos em veículos distintos e ter sua relação estabelecida em contrato, sob regime de coinvestimento, o que traria, por óbvio, mais custos e despesas estruturais a todos os investidores envolvidos no pretendido negócio coletivo de aplicação financeira.

Ademais, será aceita a integralização de cotas com os ativos admitidos ao fundo, de acordo com a Instrução CVM nº 578/16 e o seu regulamento, sendo ainda possibilitado aos fundos que invistam em companhias que estejam em processo de recuperação judicial e extrajudicial ou reestruturação financeira, a integralização em bens ou direito, inclusive créditos, desde que tais ativos estejam atrelados ao processo de recuperação ou reestruturação da empresa que vier a receber o investimento do fundo. Em ambos os casos, o valor justo dos bens deve estar respaldado em laudo de avaliação, a fim de se evitar qualquer tipo de erro ou fraude que possa afetar os cotistas e o seu patrimônio.

De acordo com a regulamentação aplicável, as cotas de emissão dos fundos de investimento em participações representam quotas-partes do patrimônio comum e, portanto, constituem a parcela detida pelos investidores diretamente na comunhão de recursos que a compõe. Na prática, entretanto, se assemelham muito às participações societárias das sociedades empresárias, uma vez que conferem direito a voto por cota e, além disso, são transferíveis mediante celebração de termo de cessão e transferência, assinado pelo cedente e pelo cessionário, ou por meio de negociação em mercado organizado em que as cotas do fundo sejam admitidas à negociação, nos termos do art. 14 da Instrução CVM n° 555/14[134].

A natureza jurídica condominial e as implicações atreladas a elas (inclusive suas incongruências ao regime jurídico aplicado aos fundos) serão pormenorizadamente analisadas no próximo capítulo, razão pela qual faremos aqui apenas uma breve explanação sobre a organização do fundo enquanto condomínio, dividido em cotas representativas de frações ideais de seu patrimônio, nos termos das leis aplicáveis.

A relação entre os conceitos de fundo, cota e cotista é determinada pelo próprio art. 5° da Instrução CVM n° 578/16, ao estabelecer que o fundo de investimento em participações é constituído sob a forma de um condomínio e, da mesma forma, configura uma comunhão de recursos destinada à aplicação em determinados ativos. Importante se faz, então, estabelecer a diferença entre comunhão e condomínio. Tendo em vista a definição legal de fundo de investimento em participações, podemos afirmar que o termo "comunhão" se refere à ideia de que o fundo é uma única entidade e estrutura, face à multiplicidade de investidores. Neste

---

[134] A CVM entende que "*a Instrução CVM nº 555, de 2014, trata em seu art. 14 sobre os procedimentos de transferência de cotas de fundos fechados em geral, e que esse artigo já se aplica aos FIP, nos termos do art. 1º da Instrução CVM nº 555, de 2014.*" – BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Audiência Pública SDM n° 05/2015**, p. 48. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0515.html. Acesso em: 26 de março de 2019.

caso, ao aplicarem seus recursos no fundo, o patrimônio investido teria passado a compor uma comunhão, de propriedade coletiva dos condôminos.

O condomínio, por outro lado, é o regime jurídico aplicado àquela comunhão. Ou seja, configura, em si mesmo, a maneira pela qual os cotistas individualizados devem se portar diante da comunhão de recursos, depois que estes se destacaram de seus próprios patrimônios individuais, para serem, então, de propriedade coletiva. Os cotistas, assim, não teriam direito a bens individualizados do todo. Dentro da comunhão condominial, cada um deles detém uma fração ideal e abstrata da massa homogênea que compõe o fundo. Seus direitos em relação a tais bens, inclusive aos frutos deles decorrentes, correspondem a uma participação certa e proporcional sobre o todo, ou seja, sobre cada um dos bens que compõem a universalidade comutativa.

Vale lembrar, diante deste tema, das palavras de Ricardo de Santos Freitas, ao se debruçar sobre o conceito de cota, quando emitida por um fundo de investimento. Afirma ele que "*o cotista não tem efetivo direito a uma parte ideal de cada bem que compõe o patrimônio do fundo, mas tão só à quantidade de moeda corrente nacional equivalente àquela parte ideal*"[135]. A abstração matemática denominada quota-parte, desvincula os ativos do fundo do patrimônio concreto de seus cotistas, evitando que estes possam buscar, no momento da amortização, resgate ou liquidação das cotas, o que há de melhor no acervo que compõe a comunhão, sem respeitar as regras aplicáveis a tais eventos previstas no regulamento e em lei.

Tais características, como dissemos, se assemelham muito mais à organização e estrutura das sociedades empresárias, com personalidade jurídica, capital social e patrimônio em separado, do que a um condomínio civil. No entanto, esta discussão é matéria para ser explorada no próximo capítulo. Nosso fim aqui foi apenas aclarar o conceito legal de cota, tendo em perspectiva o regime jurídico ditado pelo legislador pátrio para os fundos de investimento em geral e para a modalidade que ora analisamos.

---

[135] FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 97.

2.9 Regulamento e o Acordo de Cotistas do Fundo

O regulamento do fundo disporá sobre todos os seus aspectos estruturais e constitutivos, sendo, assim, o documento mais relevante dentre todos os demais que dizem respeito a esse veículo de investimento coletivo, servindo como base normativa e guia para as atividades que envolverem o fundo em si e para a relação de seus diversos participantes com os cotistas e com terceiros[136].

Uma vez disponibilizado à CVM, o regulamento só será alterado por deliberação expressa dos cotistas, reunidos em assembleia, exceto quando exigido por lei ou pela CVM, bem como em razão de atualizações cadastrais do administrador e dos demais prestadores de serviço ou de redução das taxas de administração e gestão, casos em que as alterações deverão ser tempestivamente comunicadas aos investidores.

O regulamento servirá como instrumento norteador das atividades desempenhadas pelo administrador, gestor e demais prestadores de serviço do fundo em toda e qualquer operação realizada por eles em nome do fundo ou com o uso dos recursos comuns dos investidores. Em outras palavras, não poderão esses agentes transcender aos limites impostos pelo regulamento, que tem caráter estatutário perante todos aqueles que se relacionam com a estrutura, inclusive terceiros interessados.

---

[136] Nos termos do art. 9° da Instrução CVM n° 578/16, o regulamento do fundo deve conter, entre outros aspectos: (i) patrimônio inicial mínimo estabelecido para funcionamento do fundo; (ii) qualificação do administrador e, se for o caso, do gestor; (iii) política de investimento a ser adotada pelo fundo; (iv) regras e critérios para a fixação de prazo para as aplicações pelo fundo a partir das integralizações (limitado a dois meses contados dessa data), bem como sobre a restituição do capital ou prorrogação deste prazo; (v) taxa de ingresso ou de saída a ser paga pelo cotista, se houver; (vi) remuneração do administrador e do gestor e critério para sua fixação, bem como taxas, despesas e encargos do fundo; (vii) informações a serem disponibilizadas aos cotistas; (viii) possibilidades de amortização e distribuição de rendimentos; (ix) direitos políticos e econômico-financeiros de cada classe de cotas, se aplicável; (x) competência da assembleia geral de cotistas; (xi) prazo de duração do fundo e condições para eventuais prorrogações; (xii) indicação de possíveis conflitos de interesses existentes no momento da constituição do fundo; (xiii) a possibilidade de realização de operações nas quais o administrador ou gestor atuem na condição de contraparte do fundo, observadas as regras aplicáveis; (xiv) o processo decisório para a realização, pelo fundo, de investimentos e desinvestimentos; (xv) existência, composição e funcionamento de conselho consultivo, comitê de investimentos, comitê técnico ou de outro comitê, se houver, com a indicação das suas respectivas funções; (xvi) regras para a substituição do administrador e do gestor; (xvii) tratamento a ser dado aos direitos oriundos dos ativos da carteira do fundo; (xii) hipóteses de liquidação do fundo; (xviii) possibilidade ou não de futuras emissões de cotas, direito de preferência dos cotistas à subscrição de novas emissões; (xix) data de encerramento do exercício social; e (xx) possibilidade de a assembleia geral de cotistas deliberar sobre a prestação de fiança, aval, aceite, ou qualquer outra forma de coobrigação e de garantias reais, em nome do fundo.

Ao levarmos em conta o fato de se ter de registrar o fundo e o regulamento na CVM (a qual o disponibilizará publicamente através de seu *website*), assim como todas as regras de publicidade e divulgação impostas pela Instrução CVM n° 578/16, fica evidentemente clara a vontade do regulador de que tal documento constitutivo surta efeitos perante terceiros, a exemplo do que ocorre com os contratos sociais e estatutos das pessoas jurídicas brasileiras. Da mesma maneira, a redação dada pela recente Lei nº 13.874/19 ao novo art. 1.368-C, parágrafo 3º, do Código Civil, estabelece que o registro do regulamento na CVM é condição suficiente para garantir a sua publicidade e a oponibilidade de efeitos em relação a terceiros. Isso se dá sob o pressuposto, bastante difundido pelas regras formadoras de nosso ordenamento jurídico, de que os efeitos de um dado negócio, para fora do espectro daqueles que expressamente intervieram em seus atos, somente seriam possíveis mediante a devida publicidade do negócio em si, bem como de seus termos e condições, utilizando-se das diversas formas de divulgação estabelecidas em lei (como, por exemplo, por meio dos registros públicos, publicações em jornais de grande circulação ou Diário Oficial, averbações em livros sujeitos a consultas públicas, publicações em páginas na rede mundial de computadores, entre outras).

Além do regulamento, é comum a celebração de acordos de cotistas entre os investidores de fundos de investimento em participações, a fim de regular direitos econômicos e políticos em relação ao veículo de investimento, tais como a compra e venda de cotas, a preferência para as adquirir, o exercício do direito de voto em assembleias e comitês, ou, ainda, do poder de controle. Esses instrumentos têm como inspiração os acordos de acionistas das sociedades anônimas, regulados pelo art. 118 da Lei nº 6.404/76, e os acordos de sócios das sociedades limitadas (cuja validade e exequibilidade já há muito são aceitas e concebidas pela doutrina brasileira, mesmo não havendo, assim como nos acordos de cotistas dos fundos, disposição legal expressa disciplinando-os).

Embora não entendamos ser, a criação de tais acordos, defesa pela regulamentação da CVM e pelas leis aplicáveis, a existência de tal pacto parassocial não pode suplantar, descaracterizar ou contrariar o regulamento do fundo ou as suas disposições. Além disso, os dispositivos legais que tratam de efeitos perante terceiros, conforme previstos no referido art. 118, em seu caput e parágrafo 1º, não seriam prontamente aplicáveis e compatíveis com os acordos de cotistas, visto que tal efeito decorre de disposição legal expressa e pressupõe o arquivamento do acordo na sede da sociedade e a sua averbação nos respectivos livros de registro de ações. Mesmo aqueles que defendem a efetividade dos acordos de sócios de

sociedades limitadas, assim como fizemos em artigo específico sobre o tema[137], o fazem, em sua grande maioria, com base na possibilidade de se adotar a regência supletiva da sociedade limitada pelas normas das sociedades anônimas, nos termos do parágrafo único do art. 1.053 do Código Civil, realizando adaptações por meio de analogia para as disposições que seriam inaplicáveis à sociedades limitadas, o que não seria cabível, por óbvio, aos fundos de investimento, visto que não são sociedades limitadas.

Entendemos, todavia, que existem alternativas ao problema acima, desde que tomadas algumas precauções por aqueles que vierem a integrar um acordo de cotistas. Nada obsta que esses acordos possam fazer lei entre as suas partes, caso tenham cumprido os requisitos para validade do negócio jurídico de que trata o art. 104 do Código Civil. Assim, seus efeitos se estenderão automaticamente aos cotistas que o tiverem celebrado. Equitativamente, para que os seus efeitos se estendam também ao administrador, ao gestor e, consequentemente, ao fundo, propomos que todos figurem como intervenientes-anuentes do acordo e que este seja averbado no regulamento do fundo, inclusive para que os cotistas que não o tenham assinado possam, ao menos, ter conhecimento da sua existência e das cláusulas que poderiam afetar terceiros[138]. Caso o administrador, o gestor e o fundo sejam partes do acordo e este tenha sido expressamente mencionado no regulamento, não vemos como poderá o administrador (ou qualquer outros prestador de serviço) se recusar a dar cumprimento às suas disposições e fazer com que se apliquem ao fundo e a qualquer um que com ele se relacione.

---

[137] Já tratamos da efetividade dos acordos de sócios no âmbito das sociedades limitadas, evidenciando a sua validade e exequibilidade, inclusive perante a sociedade e terceiros, de acordo com as leis brasileiras e a doutrina existente sobre o tema, em artigo escrito para a Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, neste ano. – CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. A Efetividade dos Acordos de Quotistas de Sociedades Limitadas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 83. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019, p. 221 a 254.

[138] Segundo Mário Tavernard Martins de Carvalho: "*O regulamento possui grande abrangência e é documento que define os principais caracteres dos fundos de investimento, devendo ser entregue a todos os subscritores e registrado em Cartório de Títulos e Documentos. Dessa forma, o regulamento seria o instrumento apto a dispor sobre em quais casos os acordos de cotistas deveriam ser observados pelo administrador.*" – CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2012, p. 102.

2.10 Assembleia de Cotistas

Como membros de um fundo, os cotistas devem se reunir em assembleia para deliberar sobre os rumos a serem seguidos pelos administradores e gestores na administração de seus bens, além do que já tiver sido previamente estabelecido no regulamento do fundo, conforme acabamos de ver.

A assembleia também presta à preservação dos interesses dos cotistas, como ocorre nos órgãos colegiados das sociedades empresárias, pois terão a segurança de que determinadas matérias devem ser previamente apreciadas por eles para que sejam praticadas pelos representantes legais ou mandatários do fundo. Neste sentido, a própria CVM, ao editar a Instrução CVM n° 578/16, estabeleceu um rol mínimo de matérias de competência privativa da assembleia geral de cotistas, todas de caráter estrutural ou fundamental, a saber: (i) deliberar sobre as demonstrações contábeis do fundo; (ii) aprovar a alteração do regulamento do fundo; (iii) destituir ou substituir o administrador ou o gestor e escolher seus substitutos; (iv) deliberar acerca da fusão, incorporação, cisão, transformação ou eventual liquidação do fundo; (v) deliberar sobre a emissão de novas cotas; (vi) aumentar as taxas de remuneração do administrador ou do gestor do fundo; (vii) alterar o prazo de constituição do fundo, bem como o quorum de instalação e deliberação da assembleia geral; (viii) aprovar a instalação, composição, organização e funcionamento dos comitês e conselhos do fundo; (ix) requerer informações por parte de cotistas; (x) aprovar a prestação de fiança, aval, aceite, ou qualquer outra forma de coobrigação e de garantias reais, em nome do fundo; (xi) aprovar atos que configurem potencial conflito de interesses entre o fundo e seu administrador ou gestor e entre o fundo e qualquer cotista, ou grupo de cotistas, que detenham mais de 10% das cotas subscritas; (xii) prever o pagamento de encargos que não estejam estabelecidos na norma ou no regulamento[139]; e (xiii) aprovar laudo de avaliação do valor justo de ativos utilizados na integralização de cotas, quando aplicável.

---

[139] O art. 45 da Instrução CVM n° 578/16 estabelece um rol taxativo do que constitui o encargo do fundo, além da remuneração do administrador e do gestor (tais como, despesas correntes e certas despesas extraordinárias, honorários com prestadores de serviços, taxas e impostos etc.). Qualquer despesa que não estiver expressamente prevista nesse rol deve ser arcada pelo administrador, salvo decisão contrária da assembleia geral. Esse rol taxativo e vedação visam proteger os cotistas do fundo de qualquer investimento ou aplicação de recursos disfarçada de despesa ou encargo, sem estar em conformidade com as regras da carteira de investimentos do fundo e com sua política de risco.

As regras de convocação, instalação e deliberação estão previstas na Instrução CVM n° 578/16 e serão refletidas no regulamento do fundo. Para que os cotistas possam votar na assembleia, devem estar inscritos no registro de cotistas, seja escritural ou em livro, observado que a cada cota caberá apenas um único voto. Os votos poderão ser realizados por meio escrito ou eletrônico, caso esta faculdade esteja prevista no regulamento, e serão contados de acordo com a quantidade de cotas subscritas e não com o valor integralizado, especialmente em razão de ser permitido aos fundos de investimento em participações a integralização de cotas por meio de chamadas de capital. No entanto, o cotista que estiver inadimplente com qualquer chamada realizada pelo fundo não terá direito a voto sobre a respectiva parcela subscrita e não integralizada, podendo ser-lhe aplicadas penalidades adicionais, caso estejam previstas no regulamento, razão pela qual é de suma importância que os controles internos do fundo, especialmente os desenvolvidos pelo administrador e custodiante, apresentem demonstrativos claros que diferenciem as cotas subscritas, as integralizadas e as ainda a integralizar, em conformidade com futuras chamadas de capital.

O direito de voto deve ser sempre exercido com base no interesse do fundo. O administrador, gestor, demais prestadores de serviço e pessoas a eles ligadas, bem como o cotista em situações de conflito de interesse, não poderão votar e tampouco fazer parte do cômputo para fins de apuração de quorum de aprovação, exceto quando se tratar de fundo com cotista único ou quando houver aquiescência da maioria dos demais cotistas.

2.11 Administração, Gestão e a Relação com os Principais Prestadores de Serviço do Fundo

Entende-se por administração o conjunto de serviços concernentes, direta ou indiretamente, ao funcionamento e à manutenção do fundo, os quais podem ser prestados tanto por terceiro contratado em seu nome, quanto pelo próprio administrador nomeado por meio do regulamento.

Os administradores de fundos de investimento em participações devem ser, necessariamente, pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de

administração de carteira de valores mobiliários, nos termos da Instrução CVM nº 558/15[140], observado que um de seus diretores ou sócio-administrador deve ser nomeado a representar o fundo perante a CVM. Além disso, o administrador terá poderes para praticar todos os atos necessários ao funcionamento do fundo, inclusive representando-o em juízo ou fora dele, e permanecerá responsável, como vimos, pela SUA constituição e prestação de informações, periódicas ou eventuais, à CVM, observadas as disposições constantes do regulamento, da lei e da regulamentação aplicável.

O administrador tem poderes para representar o fundo em qualquer de seus atos e negócios jurídicos, podendo, inclusive, contratar prestadores de serviço para desempenhar as seguintes funções em favor do fundo: (i) gestão de carteira; (ii) consultoria de investimentos; (iii) tesouraria; (iv) controle e processamento de ativos; (v) distribuição de cotas; (vi) escrituração da emissão e resgate de cotas; (vii) custódia de ativos constantes da carteira do fundo (serviço este que não será necessário no caso de ativos de emissão de sociedades anônimas fechadas ou limitadas ou àqueles destinados ao pagamento de despesas); e (viii) formador de mercado para a distribuição pública de cotas do fundo, comprometendo-se a manter ofertas de compra e venda durante a negociação das cotas, a fim de estimular a sua liquidez no respectivo mercado[141] (observado que este serviço não poderá ser prestado por quem exercer a administração ou a gestão do fundo).

São também obrigações do administrador, entre outras previstas nas normas aplicáveis: (i) diligenciar para que sejam mantidos, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem os documentos constitutivos, operacionais e contábeis do fundo, como registros de cotistas, livros de atas, relatórios etc.; (ii) receber dividendos, bonificações e quaisquer outros rendimentos ou valores atribuídos ao fundo; (iii) pagar, às suas expensas, eventuais multas cominatórias impostas pela CVM, nos termos da legislação vigente; (iv) elaborar, em conjunto com o gestor, relatório a respeito das operações e resultados do fundo; (v) exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos inerentes ao patrimônio e às atividades do fundo; (vi) transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição de administrador do fundo; (vii) manter os títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo custodiados em entidade de custódia

---

[140] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015**. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst558.html. Acesso em: 2 de abril de 2019.

[141] BM&F BOVESPA. **Formador de Mercado**. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/formador-de-mercado/como-funciona/. Acesso em: 3 de abril de 2019.

autorizada ao exercício da atividade pela CVM[142], exceto nas hipóteses de dispensa previstas na regulamentação aplicável; (viii) elaborar e divulgar as informações periódicas e eventuais do fundo[143]; e (ix) fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo.

A gestão de carteira, por sua vez, consiste na gestão profissional, nos limites estabelecidos no regulamento do fundo, dos ativos formadores da comunhão de recursos de titularidade dos cotistas, devendo ser desempenhada por pessoa jurídica credenciada como administrador de carteira de valores mobiliários, nos termos da mesma Instrução CVM nº 558/15[144]. As atividades de gestão poderão ser exercidas pelo próprio administrador ou por terceiro por ele contratado, desde que esteja a contratação prevista no regulamento.

O gestor de carteira do fundo de investimento em participações terá poderes de representação para, em nome do fundo: (i) negociar e contratar os ativos e os intermediários na realização de operações; (ii) negociar e contratar terceiros para a prestação de serviços de assessoria e consultoria relacionados diretamente com o investimento ou o desinvestimento nos ativos permitidos ao fundo, nos termos de seu regulamento e da regulamentação aplicável; e (iii) monitorar os ativos investidos pelo fundo e exercer o direito de voto decorrente desses ativos, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto do gestor.

Logo, decorre do acima que as suas atividades terão como cerne (inclusive estando sujeito aos deveres fiduciários e responsabilidades aplicáveis ao administrador), em suma: (i) a análise de possíveis ativos que possam integrar a carteira de investimento do fundo; (ii) a elaboração de relatórios e trabalhos de acompanhamento acerca dos referidos ativos, bem como de estudos de viabilidade financeira de investimentos; e (iii) a atuação no processo

---

[142] Os serviços de custódia, assim como ocorre com os de distribuição de cotas e tesouraria, devem ser delegados a outras instituições, pelo administrador, quando este não é legalmente habilitado ao exercício dessas atividades.

[143] Nos termos dos arts. 46 e seguintes da Instrução CVM n° 578/16, o administrador deve enviar aos cotistas, à entidade administradora de mercado organizado onde as cotas estejam admitidas à negociação e à CVM (inclusive por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na *internet*), conforme aplicável, diversas informações periódicas e pontuais, tais como informes, demonstrativos, relatórios, demonstrações contábeis, editais de convocação, atas de assembleia, prospectos, materiais publicitários, fatos relevantes, entre outros. A classificação contábil do fundo entre entidade ou não de investimento e a determinação do valor justo dos ativos constantes da carteira do fundo serão estabelecidas com base nos referidos dispositivos regulamentares e na Instrução CVM n° 579/16.

[144] O registro de administrador de carteira de valores mobiliários no Brasil, nos termos da Instrução CVM n° 558/15, é dividido em duas categorias, a saber: (i) o administrador fiduciário e (ii) o gestor de recursos. A essas categorias correspondem também o administrador e o gestor de fundos de investimento, aplicando-se a estes últimos todas as regras, deveres e obrigações previstos no referido normativo.

decisório de sociedades investidas, contribuindo para o seu crescimento contínuo e para o desenvolvimento de seus controles internos e regras de governança corporativa[145].

É costume da indústria de *private equity* e *venture capital* exigir que os gestores dos fundos de investimento em participações figurem também como seus cotistas e investidores. Esta prática denota comprometimento do gestor com as teses de investimento que ele venha a propor e com o contínuo cumprimento de seus deveres fiduciários de gestão. A propósito, no caso dos fundos que recebam investimentos de entidades fechadas de previdência complementar, os ditos fundos de pensão, tal exigência prática tornar-se obrigatória, por força do parágrafo 2º, art. 23, da Resolução CMN 4.661, de 25 de maio de 2018, que requer que o regulamento do fundo estabeleça que o seu gestor (ou gestoras ligadas ao seu respectivo grupo econômico) deve deter, no mínimo, 3% de seu capital subscrito total.

Acerca do dever de diligência do administrador na delegação de funções em nome do fundo, inclusive a de gestão, o administrador realizará as contratações, na qualidade de representante legal do fundo, mediante prévia e criteriosa análise e seleção do contratado, devendo figurar como interveniente-anuente do contrato que vier a regular a relação de prestação de serviços. Outrossim, a Instrução CVM 578/16, em seu art. 33, parágrafo 4°, determinou que dos contratos que versem sobre a prestação de serviços de tesouraria, controle e processamento de ativos e de escrituração da emissão e resgate de cotas devem constar cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o administrador e os terceiros contratados, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em razão de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.

Trataremos mais especificamente da responsabilidade dos administradores e gestores depois de termos explorado a natureza jurídica dos fundos de investimento em participações, visto que a análise deste tema tem implicações diretas no estudo daquele. No entanto, cabe, mesmo que preliminarmente, esclarecer que, nos termos da regulamentação citada acima, tais prestadores de serviço respondem perante a CVM, na esfera de suas respectivas

---

[145] Além dessa competência, o gestor terá como obrigação, entre outras: (i) elaborar, em conjunto com o administrador, relatório a respeito das operações e resultados do fundo; (ii) fornecer aos cotistas, conforme conteúdo e periodicidade previstos no regulamento, atualizações periódicas dos estudos e análises que permitam o acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis ações que maximizem o resultado do investimento; (iii) custear as despesas de propaganda do fundo; (iv) firmar, em nome do fundo, os acordos de acionistas das sociedades investidas; (v) manter a efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão da sociedade investida e assegurar as práticas de governança aplicáveis ao seu tipo societário; e (vi) contratar, em nome do fundo, bem como coordenar os serviços de assessoria e consultoria relacionados aos investimentos ou desinvestimentos do fundo.

competências, por seus próprios atos e omissões, quando ferirem a lei, o regulamento do fundo ou disposições regulamentares aplicáveis.

Além dos prestadores de serviços mencionados acima, estabelece o art. 38 da Instrução CVM 578/16 que, sem prejuízo da responsabilidade desses prestadores, inclusive do administrador e do gestor em relação aos investimentos realizados pelo fundo, podem ser constituídos conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos, por iniciativa dos cotistas, do administrador ou do gestor, sem que lhes seja garantida qualquer remuneração às expensas do fundo, desde que as suas atribuições estejam expressas no regulamento e observem os mesmos deveres e vedações aplicáveis ao exercício profissional de administrador de carteira, conforme regulamentação aplicável.

Dentre as atribuições e competências do administrador e do gestor, será vedada a prática dos seguintes atos, direta ou indiretamente, em nome do fundo: (i) receber depósito em conta-corrente; (ii) contrair ou efetuar empréstimos, salvo (a) se o fundo receber apoio financeiro direto de organismos de fomento, conforme limitações aplicáveis, (b) nas modalidades estabelecidas pela própria CVM ou, ainda, (c) se para fazer frente ao inadimplemento de cotistas que deixem de integralizar as suas cotas subscritas; (iii) prestar fiança, aval, aceite, ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, exceto mediante aprovação da maioria qualificada dos cotistas reunidos em assembleia geral, desde que o regulamento do fundo preveja essa possibilidade; (iv) vender cotas à prestação, ressalvadas as hipóteses de chamadas de capital previstas em compromissos de investimento; (v) prometer rendimento determinado aos cotistas; (vi) aplicar recursos do fundo em imóveis, direitos creditórios (exceto aqueles emitidos pelas próprias sociedades investidas, nos limites previstos na regulamentação aplicável e no regulamento) ou ações de sua própria emissão; (vii) utilizar recursos do fundo para pagamento de seguro contra perdas financeiras dos cotistas[146]; (viii) praticar atos de mera liberalidade; e (ix) aplicar recursos em títulos e valores mobiliários de companhias de que participem o administrador, o gestor, entre outras pessoas, com porcentagem superior a 10% do capital social votante ou total e, ainda, atuar como contraparte

---

[146] Sobre esta vedação, vale frisar esclarecimento dado pela própria CVM por meio do Relatório de Audiência Pública SDM nº 05/2015, conforme segue: "*a vedação do dispositivo tem como objetivo impedir que o administrador utilize recursos do fundo para assegurar retornos predeterminados aos cotistas, por meio da contratação de seguros. O dispositivo não impede que o FIP contrate seguros para fins de proteção patrimonial, como, por exemplo, para se proteger de contingências que, na avaliação do administrador ou gestor, possam vir prejudicar os cotistas. Entretanto, a CVM ressalta que o administrador deve sempre avaliar se o seguro é elegível para o FIP ou se, dadas as características, deve ser arcado pela sociedade investida.*" – BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Audiência Pública SDM n° 05/2015**, p. 66. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0515.html. Acesso em: 26 de março de 2019.

do fundo em operações em geral, excetuando-se as situações expressamente autorizadas pela norma e salvo se aprovado pela assembleia geral.

Essas vedações visam limitar a atuação dos administradores e gestores no exercício de suas funções àquelas atribuições que estiverem estritamente ligadas à administração de carteira de valores mobiliários, impossibilitando que atuem, em nome do fundo, na prática de atos que possam levar os seus cotistas a assumirem riscos, inclusive de alavancagem financeira, que transcendam à natureza dos investimentos em *private equity* e *venture capital*, os quais formam a finalidade precípua dos fundos de investimento em participações, independentemente de sua categoria ou da qualificação dos investidores que neles aplicam seus recursos. Essa proteção, aliás, é essencial à segurança e transparência do mercado, que, como vimos, já impõe altos riscos a quem dele participa.

2.12 Regime Fiscal Aplicável aos Fundos de Investimento em Participações

O regime fiscal aplicável aos fundos de investimento em participações em geral é regulado pela Lei nº 11.312/06[147] e pela Instrução Normativa RFB n° 1.585/15[148]. De acordo com tais normas, desde que respeitados os limites de diversificação e as regras de investimento constantes da regulamentação estabelecida pela CVM, os rendimentos constantes da carteira do fundo só serão tributados quando houver amortização, resgate ou transferência de cotas. Desta forma, o fundo não figurará como centro de imputação fiscal e, portanto, não estará sujeito ao pagamento de impostos que incidam sobre a renda, o que gera um cenário de relevante benefício, quando comparado ao regime tributário aplicável às sociedades empresárias no Brasil. Ademais, dentro da cadeia de investimento de que o fundo participa como veículo, essa característica elimina o já aludido cenário de bitributação, visto que os fundos não pagam o imposto sobre a renda auferida em sua carteira, sendo essa uma

---

[147] BRASIL. República Federativa do Brasil. **Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006**. Reduz a zero as alíquotas do imposto de renda e da Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira - CPMF nos casos que especifica; altera a Lei no 9.311, de 24 de outubro de 1996; e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2006/Lei/L11312.htm. Acesso em: 29 de abril de 2019.

[148] BRASIL. Receita Federal do Brasil. **Instrução Normativa RFB n° 1.585**, de 31 de agosto de 2015. Dispõe sobre o imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos nos mercados financeiro e de capitais. Disponível em: http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto=67494&visao=anotado. Acesso em: 29 de abril de 2019.

obrigação concentrada na figura do cotista, quando do resgate, amortização ou cessão de cotas.

Nos termos do art. 2° da supracitada lei, os rendimentos auferidos em cada um desses eventos, inclusive quando decorrente da liquidação do fundo, ficam sujeitos ao imposto de renda na fonte à alíquota de 15%, incidente sobre a diferença positiva entre o valor de resgate, amortização ou transferência e o custo de aquisição das respectivas cotas.

O referido diploma legal, em seu art. 3°, trouxe benefício ainda maior aos cotistas não residentes no Brasil. Além de gozarem do fato de não ser o fundo cobrado pelos rendimentos auferidos diretamente em sua carteira (diferindo o momento de pagamento do tributo para os eventos acima mencionados), fica reduzida a zero a alíquota do imposto de renda incidente sobre os rendimentos advindos das aplicações em tais fundos quando pagos, creditados, entregues ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior que realizar operações financeiras de acordo com as normas e condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional – CMN. Para que tal benefício adicional seja concedido aos investidores estrangeiros, não devem ser eles titulares de cotas que correspondam a mais de 40% das cotas emitidas pelo fundo ou receber mais de 40% dos rendimentos de sua carteira. Outrossim, tais cotistas não poderão ser domiciliados em países que tributem a renda em percentual inferior a 20% (conhecidos como “paraísos fiscais”) e o fundo não deverá investir mais de 5% de seu patrimônio líquido em títulos de dívida, ressalvadas determinadas exceções expressas na própria lei.

Os benefícios acima, que se mostram significativamente maiores quando comparados aos garantidos a outras modalidades de investimento no mercado de capitais, se justificam especialmente por configurarem uma espécie de contrapartida aos elevados riscos dos negócios realizados nas carteiras dos fundos de investimento em participações e à relevante função social e econômica que esses veículos exercem, haja vista que auxiliam a direcionar recursos de entes poupadores no Brasil e no exterior às pequenas e médias empresas nacionais, carecedoras, muitas vezes, de outros meios para obtenção do capital necessário ao cumprimento de suas metas e planos de desenvolvimento e pesquisa.

CAPÍTULO III

A NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

Tendo situado os fundos de investimento em participações dentro do mercado de capitais e da própria indústria de fundos, tanto sob uma perspectiva histórica, quanto legal e técnica, criamos o arcabouço necessário para adentrarmos na análise crítica da natureza jurídica condominial atribuída à tal modalidade de fundos (assim como a todas as demais), e suas implicações dentro das atividades para as quais o *private equity* e o *venture capital* se propõem.

Desta forma, passaremos, em primeiro lugar, à análise da supracitada natureza jurídica e da maneira como ela se adequa aos fundos de investimento em geral, com base nas normas aplicáveis e doutrina existente em relação ao tema, deixando em suspenso, para o momento seguinte, a discussão e os reflexos da matéria especificamente no que concerne aos fundos de investimento em participações.

Conforme decorre da análise histórica realizada no Capítulo I, a natureza adotada por toda a indústria de fundos no Brasil, desde a década de 50, se fundamentou no que chamamos de teoria da copropriedade ou condominial, defendida por certos juristas no âmbito nacional. Nos debruçaremos, então, sobre esta teoria, bem como sobre as demais que versaram sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento, a saber, a teoria da relação fiduciária, a da propriedade em mão comum e a da organização associativa, dando especial atenção para esta última, por julgarmos ser a mais adequada aos fundos no direito brasileiro.

Examinaremos, em conjunto com a análise acima e de maneira comparativa, as implicações que cada uma das referidas teorias traz sob a égide do direito civil e societário. Além disso, passarão pelo nosso escrutínio os seus respectivos desdobramentos com relação à existência ou inexistência de personalidade jurídica nos fundos de investimento e à limitação de responsabilidade de seus cotistas ao capital efetivamente investido, a exemplo do que ocorre com certos tipos de sociedades empresárias.

Tendo feito esse estudo geral acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento, aplicaremos as críticas e conclusões dele advindas ao universo específico dos fundos de investimento em participações, que, como vimos no capítulo antecedente, denota

preocupações e interesses bastante particulares se comparados a outras formas de investimento constantes de nosso mercado de capitais. Traçaremos, assim, um paralelo entre as diferentes realidades existentes dentro da indústria de fundos em geral e seus diferentes propósitos em relação àqueles constantes da indústria de investimento em capital de risco, no intuito de poder opinar sobre qual seria a natureza jurídica mais adequada aos fundos de *private equity* e *venture capital* e se essa natureza acompanha aquela traçada para outros fundos, haja vista as preocupações inerentes ao mercado em que atuam. Trataremos também de analisar a recente Medida Provisória nº 881/19 e a consequente Lei n° 13.874/19, no que estas concernirem aos fundos e investimento, as quais parecem ter alcançado um dos acertados objetivos que buscamos com este trabalho, porém fazendo uso de meios um tanto quanto contestáveis sob a égide dos nossos direitos civil e societário.

Para concluir a análise da natureza jurídica dessa modalidade de fundos, compararemos a estrutura brasileira adotada com aquelas existentes em outros países, de maneira a suportar a sugestão que terá sido feita em relação a mais adequada natureza e regime jurídico para os veículos de investimento em capital de risco.

3.1 A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento em Geral

Conforme demonstrado ao longo deste trabalho, a natureza condominial reinou no universo dos fundos de investimento desde o seu surgimento até os dias atuais. Nas leis e normativos infralegais, inclusive aqueles editados e expedidos pelo Banco Central do Brasil e pela CVM, assim como nas recentes Medida Provisória n° 881/19 e Lei n° 13.874/19, essa noção foi consolidada, passando por cima do fato de que, atualmente, o universo dos fundos de investimento é extremamente vasto e complexo, tendo cada uma de suas estruturas características singulares e, com isso, merecedoras de um tratamento legal exclusivo acerca de sua natureza e sistema jurídico.

Vale dizer, sobre o arranjo formador de suas regras, que nosso entendimento é o de que a CVM, há quase duas décadas figurando como única reguladora desses veículos de investimento, desempenhou um excelente trabalho, sistematizando e limitando os poderes e capacidades dos diversos agentes econômicos atuantes no setor, a fim de proteger, como seu dever primordial, o mercado e a poupança popular. Quanto à natureza jurídica, no entanto, a

autarquia não realizou trabalhos ou estudos profundos sobre o tema, para que se buscasse alternativas viáveis e uma possível correção de percurso para cada modalidade de fundo.

A despeito disso, parte significativa da doutrina que analisou o tema compartilhou da ideia de que, como veremos adiante, o regime condominial deveria ser revisto. Uma melhor adaptação da forma de organização dos fundos às suas maiores necessidades não é apenas aconselhável, como também necessária, a fim de estimular com mais afinco os negócios por eles desenvolvidos e a sua capacidade de captação de recursos, reduzindo os riscos dos seus respectivos investidores, sem criar injustiça ou trazer perplexidade àqueles que do fundo fazem parte ou que com ele se relacionam de alguma forma.

O próprio fato de que o nosso ordenamento jurídico concedeu personalidade jurídica, separação patrimonial e limitação de responsabilidade a determinados tipos societários, com o fim último de estimular e promover a atividade empresarial, trazendo à economia enormes benefícios para o seu desenvolvimento seguro, serve como exemplo de que a forma e a essência de determinado instituto criado por lei são, indubitavelmente, elementos propulsores de seu sucesso e contínuo desenvolvimento face ao universo em que se insere.

Conforme estudo realizado no Capítulo I e logo no início do Capítulo II, os fatos que abarcaram o nascimento e a evolução dos fundos de investimento tiveram seus primeiros reflexos em países anglo-saxões, de direito consuetudinário, os quais formam um ecossistema deveras particular, se comparado ao nosso regime de direito civil codificado. Esses fatos serviram como base para o surgimento dos fundos de investimento no Brasil, mas tal processo de absorção ao ordenamento jurídico pátrio se deu de forma bastante desordenada e sem uma preliminar e profunda reflexão jurídica.

Na esfera anglo-americana, as formas jurídicas se organizam em função de figuras práticas e não em concordância com institutos jurídicos pré-concebidos. Já em um país de direito positivo, como o nosso, a criação de figura jurídica *sui generis*, tal como eram os fundos de investimento já na década de 50, sujeitar-se-ia à promulgação de nova lei que a regulasse ou de seu enquadramento a institutos pré-determinados. Em outras palavras, o abrigo de um novo instituto, tanto societário como que envolva direitos reais, ao ordenamento jurídico pátrio, dependeria, assim como dependia naquela época, da subsunção de suas características empíricas a uma determinada forma teórica estabelecida em lei.

Da mencionada necessidade de subsunção, a fim de adaptar o instituto ora estudado ao direito brasileiro sem que houvesse uma nova lei que o criasse, e do objetivo de diferenciar

tal figura das sociedades empresárias, para que lhe fosse justificável um regime fiscal próprio, mais benéfico e que evitasse um eventual cenário de bitributação, decorre a escolha do legislador pátrio, ao atribuir natureza jurídica aos fundos de investimento, pelo condomínio civil, sem personalidade jurídica. Natureza esta que, quase que por inércia, foi incorporada por todas as modalidades de fundos de investimento subsequentes, inclusive os fundos de investimento em capital de risco, independentemente de suas características ou necessidades específicas.

A referida adaptação à forma condominial, realizada em 1957, quando se deu origem ao primeiro fundo de investimentos na forma de condomínio, o Fundo Crescinco, foi necessária especialmente pela dificuldade de se acomodar a estrutura jurídica dos *investment trusts* ingleses e norte-americanos, própria das concepções e princípios jurídicos dos países anglo-saxões, cujos ordenamentos jurídicos se formam dentro do sistema de *common law*, a um regime legal existente no Brasil, país de direito positivo, e que resolvesse a questão fiscal aludida acima. Eis que surgiu a ideia de se ter a comunhão de bens investidos pelos cotistas organizada por um condomínio despersonalizado, do qual cada condômino teria direito a uma fração ideal, que foi denominada de cota.

Essa adaptação foi também indispensável naquele momento porque no cerne de um país de direito positivo, como dissemos, as instituições se constituem a partir de regimes jurídicos pré-determinados, o que força os operadores do direito a terem de se adaptar aos institutos preexistentes ou criar outros, mediante o uso de nosso sistema legislativo infraconstitucional, observadas as regras para se promulgar novas leis e editar decretos. Como não houve, logo no início, uma lei que criasse os fundos de investimento, a iniciativa se deu pela tentativa de subsunção das características básicas vistas nos países em que os fundos se originaram à forma condominial já prevista em lei civil (despersonalizada e passível de um regime fiscal diferente das sociedades empresárias). Caso estivéssemos em um país de direito consuetudinário, a própria recepção do instituto pela sociedade, de maneira prática e desde que não ferisse a ordem jurídica vigente, poderia ser aceita como nova figura legal, sem que houvesse uma lei ou decreto pretérito que viesse a o definir.

Sobre este tema, vale citar as palavras de Félix Ruiz Alonso, conforme segue:

> *"Até aqui as formas jurídico-societárias e contrato de trust – utilizados para trabalhar o negócio de investimentos. Não obstante, isto não se pode esquecer que na esfera anglo-americana as instituições não se organizam em função de formas jurídicas, mas em função de formas práticas. Por isso,*

> *convém lembrar a classificação que recolhe a Lei de Companhia de Investimentos de 1940, que pode ser considerada como carta magna dos investidores: a) os negócios de investimentos que emitem certificados de valor nominal fixo ou Face-amount certificate companies; b) os negócios de investimentos constituídos com contrato de trust ou Unit investment trust; e c) as management companies ou companhias de administração, que são as mais desenvolvidas e as mais comuns – em contraposição com as duas espécies anteriores em franco declínio."* [149]

Nota-se que a Lei de Companhia de Investimentos de 1940, nos Estados Unidos da América, não criou o instituto, mas apenas o regulou. Por se tratar de negócios que envolvem o investimento coletivo, é de interesse estatal que limites, obrigações e deveres relativos ao seu desenvolvimento sejam impostos pelos órgãos reguladores, a fim de que não se crie estruturas que acabem lesando a poupança popular e, consequentemente, o interesse social e econômico de uma determinada sociedade. Conforme mencionamos, o referido ato normativo visou regulamentar as atividades de investimento atreladas às companhias de investimento e aos *mutual funds*, ambos já difundidos no mercado norte-americano desde a década de 20, especialmente em razão dos elevados prejuízos incorridos por diversos investidores em meio à crise da Bolsa de Nova Iorque, em 1929.

Em termos gerais, a diferença entre os dois sistemas jurídicos, o de *civil* e o de *common law*, pressupõe o momento em que se cria e se regulamenta um determinado instituto. No direito positivo, uma figura legal nova, especialmente a que versa sobre direitos reais ou societários, nasce da sua própria regulamentação, enquanto no consuetudinário, desabrocha na prática, em sociedade, para depois ser regulada, caso o interesse social assim determine.

Desta forma, os fundos no Brasil foram obrigados a se subsumir a um regime jurídico preconcebido, o condominial, regime este que já abarcava uma série de regras e princípios e obrigava os seus participantes a cumpri-los. Além dessas, por se tratar de matéria de interesse social, envolvendo aspectos relativos ao mercado financeiro e de capitais, foi quase que imediatamente regulamentado e permaneceu sob a égide da antiga Superintendência da Moeda e do Crédito – SUMOC, conforme mencionado no Capítulo I, a fim de que fosse protegida a poupança e, ulteriormente, os interesses da economia brasileira.

---

[149] Félix Ruiz. "Os Fundos de Investimento". **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. n. 1. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1971, p. 64.

O regime escolhido, então, excluiu o regime societário, fazendo com que os fundos não tivessem qualquer possibilidade de apresentar personalidade jurídica, patrimônio em separado definido em lei e limitação da responsabilidade dos que nele aplicassem seu capital, ao menos até a edição da Medida Provisória n° 881/19 e da promulgação da Lei n° 13.874/19, que, estranhamente, criaram a possibilidade de se limitar a responsabilidade dos cotistas de uma comunhão de bens constituinte de um ente despersonalizado, tema este que discutiremos após termos analisado cada uma das teorias acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento.

Embora os fundos, em especial os fundos de investimento em participações, apresentem algumas características de tal regime condominial, o que explicaria o fato de terem de se sujeitar a ele e às implicações de decorrentes, como as acima, faltam-lhes requisitos essenciais ao condomínio civil e sobram-lhes atributos das formas associativas, como veremos logo adiante. A falta de personalidade jurídica, patrimônio em separado e de limitação de responsabilidade, ademais, traz inúmeras preocupações aos investidores dos fundos de investimento, que se veem a mercê de prejuízos que podem ultrapassar significativamente o valor investido. Além disso, cria uma enorme insegurança quanto a se o estado de insolvência de um cotista poderia afetar diretamente a comunhão de recursos que compõe o fundo e não apenas as cotas de sua titularidade, como ocorre com a maior parte das sociedades empresárias.

Diante dessas questões, a despeito do que se fez com a edição da supracitadas medida provisória e lei recém-promulgada, somos da opinião de que a natureza jurídica é determinante para caracterizar o regime de responsabilidades e a separação patrimonial entre aqueles que integram e participam do veículo de investimento coletivo e o veículo propriamente dito, razão pela qual seria insustentável uma análise crítica da natureza jurídica dos fundos de investimento em participações, sem antes compreender quais são as formas possíveis de a definir, à luz da relação que cada uma delas apresenta com os seus respectivos regimes patrimoniais e de responsabilidade legal.

São quatro as principais teorias existentes, hoje, internacionalmente, para a identificação da natureza jurídica dos fundos de investimento, a saber, a da copropriedade, a da propriedade fiduciária, a da propriedade em mão comum e a da organização associativa[150].

---

[150] *"Quatro são as principais teorias que a doutrina clássica da Europa Continental costuma referir para a identificação do enquadramento jurídico dos fundos de investimento: a copropriedade, a propriedade fiduciária,*

É sobre cada uma delas que nos debruçaremos agora, à luz da doutrina existente sobre o tema, a fim de que tenhamos bases para, comparando-as, chegarmos a uma conclusão de qual seria a mais adequada às características dos fundos de investimento em participações e aos interesses, necessidades e segurança de todos os participantes da indústria de *private equity* e *venture capital* nacional, assim como do próprio mercado de capitais brasileiro.

3.1.1 Teoria Condominial ou da Copropriedade

Conforme mencionado, a natureza jurídica dos fundos de investimento, de acordo com o nosso direito brasileiro, sempre foi a condominial, sem que tivesse havido qualquer exceção, seja por lei ou por normativo infralegal. Nos termos do art. 3º da Instrução CVM nº 555/14, os fundos de investimento consistem em uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros. Outrossim, outras normas também definiram os fundos de investimento como condomínios. Podemos citar a própria regulamentação da CVM sobre os fundos de investimento em participações, a Instrução CVM n° 578/16, bem como a Lei n° 4.728/65, que regulamentou os fundos e as sociedades de investimento, caracterizando os primeiros como fundos em condomínio de títulos e valores mobiliários. Além disso, temos a Lei n° 8.668/93[151], que dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos fundos de investimento imobiliários, a qual determinou, em seu art. 2°, que tais fundos seriam constituídos sob a forma de condomínio fechado. Por fim, vale mencionar a Medida Provisória n° 881/19 e a Lei n° 13.874/19, que trataram dos fundos de investimento de maneira independente, embora de forma bastante limitada, ao introduzir um novo capítulo no Código Civil, praticamente repetindo, quanto à natureza jurídica, o texto da Instrução CVM n° 555/14, ao reafirmar que os fundos são uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio.

---

a propriedade em mão comum e a organização associativa. As diversas teorias sobre a natureza jurídica dos fundos são delineadas a partir de tentativas de subsunção dos mesmos às figuras acima e têm como embasamento principal a identificação da existência de uma pluralidade de contratos que regem a relação entre diversos entes que orbitam o fundo." – FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 139 e 140.

[151] BRASIL. República Federativa do Brasil. **Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993**. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8668.htm. Acesso em: 9 de abril de 2019.

Para bem compreender a absorção da natureza condominial pelo arcabouço regulamentar aplicável aos fundos de investimento, processo este advindo dos acontecimentos históricos mencionados no Capítulo I, precisamos, em primeiro lugar e independentemente das análises a serem realizadas em relação ao texto da medida e lei recentes, analisar o referido instituto dentro do direito brasileiro e a maneira como se caracteriza, para, em seguida, estudarmos as possíveis identidades e discrepâncias entre a essência dos fundos de investimento e a regulação do condomínio em nosso direito civil codificado, à luz das opiniões que a doutrina pátria expressou ao longo das últimas décadas acerca do assunto.

Sobre a definição de condomínio civil, então, nos baseamos nos ensinamentos de Caio Mário da Silva Pereira:

> *"Dá-se condomínio, quando a mesma coisa pertence a mais de uma pessoa, cabendo a cada uma delas igual direito, idealmente, sobre o todo e cada uma de suas partes. O poder jurídico é atribuído a cada condômino, não sobre uma parte determinada da coisa, porém sobre ela em sua integralidade, assegurando-se a exclusividade jurídica ao conjunto de proprietários, em relação a qualquer pessoa estranha, e disciplinando-se os respectivos comportamentos, bem como a participação de cada um em função da utilização do objeto."*[152]

Nota-se que a coisa, o objeto formador do condomínio, é de titularidade da coletividade de condôminos, assegurando-se a cada um deles uma quota ou fração ideal dela. Segue o autor, em sua explicação sobre a natureza do instituto, arguindo que:

> *"A cada condômino é assegurada uma quota ou fração ideal da coisa, e não uma parcela material desta. Cada cota ou fração não significa que a cada um dos comproprietários se reconhece a plenitude dominial sobre um fragmento físico do bem, mas que todos os comunheiros têm direitos qualitativamente iguais sobre a totalidade dele, limitados contudo na proporção quantitativa em que concorre com os outros comproprietários na titularidade sobre o conjunto. Somente assim se justifica a coexistência de direitos sobre uma dada coisa, exercidos comunitariamente e sem conflito por uma pluralidade de donos, e com exclusão de todos quantos sejam estranhos à comunhão."*[153]

O direito civil pátrio teve por base o conceito de condomínio advindo do direito romano que, em contraposição ao regime proveniente do sistema legal germânico, outorgava a cada condômino um direito de domínio sobre uma parcela ideal do todo, uma quota-parte da

---

[152] PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v. IV. 19ª edição. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2007, p. 175.
[153] Ibidem, p. 176.

coisa constituinte da relação condominial. Sobre o instituto germânico, denominado de condomínio em mão comum, esclarece Sílvio de Salvo Venosa que a comunhão não pressupõe essa noção de parcela ideal ou quota-parte; em contrapartida, cada condômino tem um direito conjunto sobre a coisa toda, sem divisões abstratas. Neste caso, o domínio é exercido por todos sobre o todo, não havendo possibilidade de partilha ou alienação de sua parte ideal, uma vez que esta inexiste. A coisa toda permanece sob uso e gozo comum da integralidade dos condôminos, de maneira permanente[154].

O condomínio e o conceito românico de parte ideal advêm da dificuldade que o direito civil de países de regime jurídico positivo (*civil law*) encontra em conceber a ideia de propriedade plural ou compartilhada. Essa problemática nasce da concepção de que a propriedade direta é um direito exclusivo e incompatível com a divisibilidade[155].

Segundo Silvio de Salvo Venosa, o condomínio se classifica como sendo uma das espécies existentes de comunhão em nosso ordenamento jurídico; não são sinônimos, portanto. O condomínio existe quando os sujeitos interessados exercem direitos de comunhão sobre uma mesma coisa, de forma simultânea e concorrente. Para que haja um condomínio, frise-se, é necessário que o direito comunitário se imponha sobre uma certa coisa, caso contrário a comunhão adotaria outra natureza, além da condominial[156].

Comunhão está, assim, dentro de um universo muito mais amplo do que o condomínio. Enquanto aquela pode abarcar interesses ou coisas, este, como vimos, trata apenas de coisas, móveis ou imóveis. Em outras palavras, sempre haverá comunhão quando se estiver tratando de condomínio, mas a existência da comunhão não pressupõe, necessariamente, a de um condomínio[157].

---

[154] VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito Civil.** v. 5. 7ª Edição. São Paulo: Atlas, 2007, p. 300.

[155] Sobre este tema, Orlando Gomes explica que: *"A propriedade é direito exclusivo. Por esta razão, parece estranho que várias pessoas possam ter simultaneamente o domínio da mesma coisa. Uma excluiria a outra, eis que não pode ser comum o que é próprio por natureza e essência. Para conciliar essa antítese, a teoria individualista divide idealmente a coisa, atribuindo a cada sujeito o direito de propriedade sobre parte abstrata resultante da divisão ideal. Embora os condôminos exerçam direitos sobre a coisa comum, a rigor, são proprietários de partes abstratamente divididas. Objeta-se que o domínio recaia sobre essa cota-parte ideal, quando, por definição, há de ter por objeto uma coisa. Diz-se, porém, que é uma situação provisória, pois, potencialmente, as partes abstratas tendem à concretização, em face do direito assegurado aos condôminos de pedirem, a todo tempo, a divisão da coisa comum. O caráter de exclusividade do direito de propriedade desaparece temporariamente. A indivisão, na concepção individualista, é um estado inorgânico, uma situação excepcional, que não deve durar, porque se contrapõe, econômica e socialmente, à forma normal do domínio."* – GOMES, Orlando. **Direitos Reais**. 14ª edição. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1999, p. 213.

[156] VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito Civil.** V. 5. 7ª edição. São Paulo: Atlas, 2007, p. 299.

[157] Vale notar, diante dessa explanação acerca da diferença entre comunhão e condomínio, que Ricardo Santos Freitas ainda cita uma quinta teoria sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento, a "*teoria da*

O condomínio em geral, embora não definido especificamente por nosso Código Civil, encontra-se regulado em seu Livro III ("Direito das Coisas"), Título III ("Da Propriedade"), Capítulo VI ("Do Condomínio Geral"), entre os arts. 1.314 a 1.330. O condomínio edilício é regulado pelo capítulo seguinte, entre os arts. 1.331 a 1.358-U, os quais abarcam, também, o instituto da multipropriedade. Os fundos de investimento, por sua vez, com a edição da novas medida provisória e lei, são tratados no Capítulo X do referido Título III, entre os arts. 1.368-C e 1.368-F.

A propósito, ao criar os novos dispositivos legais, a Lei n° 13.874/19, resultante da Medida Provisória n° 881/19, fê-lo, reafirmando a teoria condominial e conferindo à CVM competência para disciplinar os fundos de investimento. No entanto, o novo regramento criou para o fundo de investimento um tipo especial de condomínio, cujas regras suplementares seriam estabelecidas pela CVM, haja vista a inaplicação a tais veículos, nos termos do parágrafo 1º do referido art. 1.368-C, das disposições constantes dos art. 1.314 ao 1.358-A, inclusive aquelas que dizem respeito ao condomínio em geral. Ora, se o objetivo do legislador foi manter a natureza condominial, não seria o caso de que ao menos certas disposições e princípios atinentes ao condomínio voluntário se aplicassem também aos fundos de investimento, ao invés de outorgar a uma autarquia federal a competência plena para legislar em matéria típica de direito civil? Ao que nos parece, a ideia de se criar a noção de um condomínio especial, retirando dele a subsunção às regras do condomínio em geral e dando à CVM competência para legislar sobre direito real, tratou de solucionar, atabalhoadamente, o problema que justamente exploramos nesta dissertação, especialmente neste capítulo, a saber, o de que os fundos de investimento não se enquadram, de modo algum, no regime jurídico condominial. Manteve-se o nome, mas não a natureza ou seu regime jurídico, visto que o

---

comunidade de bens não condominial", ao mencionar que Maria João Vaz Tomé e Alexandre Brandão Veiga a concebe no âmbito do direito português como aquela mais cabível aos fundos de investimento naquele país. Segundo essa teoria, os recursos do fundo pertencem a uma espécie de comunhão, mas sem que haja copropriedade, tal como ocorre com a herança no direito de inúmeros países. – FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 185 e 186. No âmbito do direito português, a autora mencionada por Santos Freitas explica que: "*nos fundos, estará em causa uma forma de propriedade colectiva diversa da compropriedade, caracterizada pelo estatuto específico para si previsto em lei especial (DL n° 276/94) e, nos limites por esta estabelecidos, no regulamento de gestão.*" – TOMÉ, Maria João Romão Carreiro Vaz. **Fundos de Investimento Mobiliário Abertos.** Coimbra: Almedina, 1997, p. 186. Essa comunhão de recursos em regime não condominial pode ser cabível, ou ao menos defendida, sob o direito português, como se denota do trabalho acadêmico citado acima, mas não parece fazer sentido no direito brasileiro, pois a comunhão de uma coisa, a exemplo dos ativos financeiros que formam a carteira dos fundos de investimento, configuraria um condomínio, exceto nos casos em que a lei estabeleça uma relação jurídica diferente, como ocorre com a própria herança. Esta talvez seja a razão pela qual a regulamentação que versa sobre os fundos de investimento ter se referido a eles como uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, a exemplo do disposto no já mencionado art. 3° da Instrução CVM n° 555/14.

condomínio, da maneira como o entendemos no direito brasileiro, bem como suas regras, não conseguem abarcar a noção de fundo de investimento, com a sua evidente essência associativa. É justamente visando provar o que acabamos de afirmar que, a partir de agora, passaremos a refletir sobre as discrepâncias entre a dita teoria condominial e as características fundamentais dos fundos de investimento.

Os autores que a defendem como a natureza jurídica mais acertada aos fundos de investimento arguem que a comunhão de recursos formadora dos fundos de investimento adota a forma condominial preferivelmente, pois tal comunhão se forma de maneira contratual e voluntária[158] e não associativa e porque seus condôminos têm, dentro de tal relação, direitos a frações ideais dos recursos que formam o objeto do fundo, de maneira direta e não por meio de participações societárias provenientes de um ente personalizado. Em suma, segundo tais autores, os cotistas são coproprietários ou condôminos dos bens que formam a comunhão de recursos e/ou bens, detendo-os diretamente em regime de condomínio, nos termos de nossa legislação civil, respeitadas as normas específicas sobre fundos de investimento.

Com isso não podemos concordar. Existem incompatibilidades claras entre as características precípuas dos fundos de investimento e as do condomínio, este enquanto instituto regulado pelo nosso direito civil[159]. Aliás, não bastaria resolver a questão simplesmente tirando do fundo a aplicação das regras atinentes ao condomínio em geral, visto que alguma identidade com a noção de condomínio deveria existir, para que um instituto seja dotado de tal natureza, mesmo que sendo classificado como de ordem especial. É ilógico atribuir a um instituto uma dada natureza jurídica, que pressupõe a sua inserção dentro de um certo conjunto de regras, para, em seguida, afirmar que nenhuma das regras formadoras de tal

---

[158] Orlando Gomes, ao tratar do conceito de comunhão e de condomínio, explica: "*A situação jurídica de concorrência de direitos iguais na mesma coisa toma o nome genérico de comunhão. Particulariza-se sob a denominação de condomínio quando a coisa indivisa tem vários proprietários, simultânea e concorrentemente. São fontes de comunhão: 1º) a vontade dos interessados; 2º) a lei. Considerada sob esse aspecto, divide-se em: 1º) comunhão voluntária; 2º) comunhão legal.*" – GOMES, Orlando. **Direitos Reais**. 14ª edição. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1999, p. 212.

[159] Sobre as referidas incongruências entre a noção de condomínio e fundo de investimento e entre condômino e cotista, Ricardo de Santos Freitas, inclusive utilizando princípios de direito comparado, se manifesta da seguinte maneira: *"Ademais, ao aportar recursos em um fundo de investimento, o investidor tornar-se-ia, para os que apoiam esta tese, coproprietário dos bens que o integram. Contudo, mesmo nos ordenamentos que qualificam o fundo como condomínio, o que se depreende do conjunto de regras que o disciplinam é que ao investidor não são atribuídos os direitos garantidos a um condômino na acepção legal. Tanto se lhe tolhe que a expressão condômino perde o sentido. Em verdade, os ordenamentos legais, de forma geral, explicitam claramente que ao 'condômino' é atribuído tão somente o direito a uma 'cota', que representa uma fração ideal do fundo. Se assim é, o próprio legislador retira do investidor a condição de condômino, restando-lhe apenas o nomen iuris."* – FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 161 e 162.

conjunto se aplicariam ao instituto, como fez a recente Lei n° 13.874/19. Por isso, demonstraremos as incompatibilidades que enxergamos entre as regras do condomínio e as dos fundos de investimento, no intuito de evidenciar que, de forma alguma, poderíamos caracterizar um fundo de investimento como um condomínio, mesmo que de tipo especialíssimo.

Nos termos do art. 1.314 do Código Civil, "*cada condômino pode usar da coisa conforme sua destinação, sobre ela exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão, reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse e alhear a respectiva parte ideal, ou gravá-la.*" Ademais, continua o parágrafo único de tal artigo asseverando que "*nenhum dos condôminos pode alterar a destinação da coisa comum, nem dar posse, uso ou gozo dela a estranhos, sem o consenso dos outros*".

Notamos, de início e com base nesse artigo, que, caso fosse o fundo realmente um condomínio, os seus cotistas poderiam sempre alienar as suas cotas a terceiros, a seu exclusivo critério, o que é expressamente vedado aos detentores de cotas do tipo aberto, que, como vimos, não podem ser transferidas livremente a qualquer pessoa, restando apenas a possibilidade de resgate. Ainda que utilizássemos os fundos fechados em nossa análise, a incongruência estaria no fato de que o direito de uso e gozo e a possibilidade de alienação se impõem sobre a cota do fundo em si, enquanto valor mobiliário, e não sobre o patrimônio constante da carteira do fundo, razão pela qual o referido dispositivo, que reflete um dos princípios da natureza condominial, não seria compatível também com o universo dessa forma de fundo, da mesma maneira que não é na modalidade aberta.

Sobre este ponto, bem se manifesta Mario Tavernard Martins de Carvalho, conforme segue:

> *"Como visto, não há efetivamente, para os investidores, direitos de coproprietários sobre o patrimônio do fundo. Todos os direitos não podem ser exercidos diretamente sobre este patrimônio, somente por intermédio da condição de cotista. A cota, em verdade, é que consiste no bem, móvel e incorpóreo, de titularidade dos cotistas. Estes, por sua vez, podem exercer integralmente todos os direitos relativos às cotas, que são bens próprios e exclusivos."*[160]

[160] CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Fundos de Investimento: Aspectos Polêmicos**. *In*: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. (Coord.). Fundos de Investimento – Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2015, p. 24 e 25.

Além disso, quanto aos fundos fechados, a restrição contida no supracitado parágrafo único do art. 1.314 também não parece fazer sentido. É perfeitamente possível a cessão da posse, uso ou gozo das cotas a terceiros (e não do patrimônio do fundo em si), em razão de usufruto ou fideicomisso de cotas, à luz do art. 40 da Lei n° 6.404/76, que regula tais operações no âmbito das sociedades anônimas (e são aplicadas de maneira análoga aos fundos de investimento), sem que seja necessário, salvo disposição em contrário constante do regulamento do fundo, o consenso ou autorização prévia dos demais cotistas.

Nesse mesmo sentido, a própria noção de resgate de cotas, sendo esta a operação através da qual um cotista recebe do administrador do fundo, antes de seu término ou liquidação, com o uso dos recursos presentes na comunhão, o valor líquido correspondente à cota efetivamente resgatada, nos parece não só inexistente na legislação civil aplicável ao condomínio, como incompatível com as regras de partilha, divisibilidade e indivisibilidade da coisa dele constituinte, em conformidade com os arts. 1.320, 1.321 e 1.322 do Código Civil.

Esses dispositivos legais, quando tratam da dissolução do condomínio em relação a um único condômino, ou remetem às regras de partilha da herança, nos termos do art. 2.013 e 2.022 do Código Civil, se a coisa for divisível, ou determinam que, quando a coisa for indivisível e não houver consenso sobre a sua adjudicação e indenização, "*será vendida e repartido o apurado, preferindo-se, na venda, em condições iguais de oferta, o condômino ao estranho, e entre os condôminos aquele que tiver na coisa benfeitorias mais valiosas, e, não as havendo, o de quinhão maior*". Conforme mencionado acima, as regras que tratam da divisão do condomínio são imperiosas e se entrelaçam com a própria natureza do condomínio romano, adotado por nosso direito civil, que enxerga no condomínio um caráter temporário e passageiro, sob a égide do princípio de exclusividade do direito de propriedade.

Ora, tanto no fundo fechado, como no fundo aberto, é evidente que o cotista figura como mero detentor de uma cota, um valor mobiliário de emissão do fundo e, para todos os fins, não tem direitos específicos sobre o patrimônio do fundo e tampouco podem exigir a sua divisão. Assim, não lhe cabe, caso queira se retirar do fundo antes de sua liquidação, requerer a partilha, adjudicação ou venda de cada um dos bens que integram o patrimônio, nos termos dos referidos dispositivos do Código Civil. Para atingir esse propósito, todavia, restaria ao cotista a possibilidade de resgatar a sua cota, caso fizesse parte de fundo aberto, ou transferi-la a terceiro, na hipótese de fundo fechado, de maneira independente e sem poder interferir diretamente nos bens constantes da comunhão de recursos.

Ainda sobre o resgate, esclarece-se, o pagamento do valor de sua cota gera, sim, a redução do patrimônio líquido do fundo, causado pela liquidação da cota e consequente pagamento, pelo administrador, do montante financeiro correspondente à significação econômica de sua parte ideal, mas não há, neste caso, divisão ou patilha de cada um dos bens do fundo no sentido prescrito em nosso Código Civil. O administrador poderá optar, de acordo com os interesses do fundo, qual será a melhor maneira de prover os recursos líquidos financeiros concernentes à cota resgatada. Esse resgate se dá, pelo contrário, de maneira análoga ao resgate de ações nas sociedades anônimas, nos termos do parágrafo 1º do art. 44 da Lei nº 6.404/76[161]. A divisão do condomínio e o resgate, portanto, configuram regimes jurídicos completamente distintos, que, embora visem um fim semelhante, não devem, de maneira alguma, ser confundidos.

Sobre as incompatibilidades citadas acima, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, assim se expressou:

> *"Ademais, diferentemente do que sucede na comunhão, o participante do fundo não pode, 'a todo tempo', 'exigir a divisão da coisa comum' (art. 1.320 do CC). Nem pode, outrossim, usar valores mobiliários que compõem seu ativo, exercer a posse sobre tais bens ou reivindicá-los de terceiros (art. 1.314 do CC)."* [162]

Outro aspecto discrepante entre os fundos e o condomínio se concentra no art. 1.318 do Código Civil, que determina que as dívidas contraídas por qualquer um dos condôminos em proveito da comunhão, e durante ela, obrigam o contratante, tendo este ação regressiva contra os demais. Em nenhuma hipótese prevista na regulamentação aplicável aos fundos de investimento no Brasil se admite que um cotista, em nome do fundo, contraia dívidas em benefício da coletividade da qual faça parte, tendo regresso contra os demais cotistas. Pelo contrário, os únicos que podem contrair obrigações em nome do fundo, representando-o perante terceiros, é o seu administrador e, em determinados casos, como nos fundos de investimento em participações, o gestor de sua carteira.

---

[161] "*Art. 44. (...)*
§ 1º O resgate consiste no pagamento do valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação, com redução ou não do capital social, mantido o mesmo capital, será atribuído, quando for o caso, novo valor nominal às ações remanescentes."

[162] NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e. **Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa**. São Paulo: Malheiros Editores, 2009, p. 192.

Por último, frisamos que o art. 1.316 e seus parágrafos também são incompatíveis com o conceito de fundo de investimento, de acordo com a regulamentação da CVM. Tal artigo dispõe que "*pode o condômino eximir-se do pagamento das despesas e dívidas, renunciando à parte ideal*". O seu parágrafo 1º estabelece que "*se os demais condôminos assumem as despesas e as dívidas, a renúncia lhes aproveita, adquirindo a parte ideal de quem renunciou, na proporção dos pagamentos que fizerem*". Em seguida, o parágrafo 2º determina que "*se não há condômino que faça os pagamentos, a coisa comum será dividida*". Ora, tal mecânica não se aplica a qualquer modalidade de fundo existente no Brasil, pois não é possível que um cotista se exima de suas obrigações perante o fundo (que se concentram basicamente na integralização de cotas e no aporte de capital adicional em caso de patrimônio líquido negativo), renunciando às suas respectivas cotas.

Com base nessas conclusões comparativas entre o instituto do condomínio em geral e o regime jurídico aplicável aos fundos de investimento, percebe-se claramente que há incompatibilidades entre ambos de difícil, senão impossível, harmonização. Mesmo assim, existem autores que defenderam a aplicação da natureza condominial aos fundos, ainda que esta seja feita de maneira parcial e excessivamente adaptativa, pensando-se na criação de uma espécie de condomínio *sui generis*, ao reconhecerem, como nós, muitas das contradições mencionadas acima. Vamos a eles.

O primeiro jurista a defender a teoria condominial aplicada aos fundos de investimento, sem deixar de tecer críticas à sua compatibilidade e confessar que houve um alargamento do conceito de condomínio civil neste caso, foi Félix Ruiz Alonso, em seu artigo de 1971. O autor esclarece que:

> *"Reconhecendo a forma do condomínio para os fundos de investimentos mobiliários, não se ignora o alargamento que se está fazendo daquele instituto. O legislador, porém, desde 1959 vem se referindo incessantemente a esses fundos com a designação de condomínios."* [163]

Tendo esta afirmação como ponto de partida, diz que não haveria como negar que os fundos de investimento, por serem formados como condomínios voluntários, adotam determinadas características das relações associativas, típicas das sociedades. O interesse econômico comum, objetivando a maximização ulterior dos recursos investidos e a adesão

[163] ALONSO, Félix Ruiz. "Os Fundos de Investimento". **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. n. 1. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1971, p. 71.

voluntária ao fundo, configurariam uma espécie de intenção coletiva dos cotistas de constituir uma sociedade entre eles.

No entanto, o referido autor lista os elementos essenciais de qualquer sociedade como sendo a pluralidade de pessoas, o patrimônio social, o objetivo comum ou social e a *affectio societatis*[164], para, em seguida, depois de ter analisado este último, concluir que a mesma não existe nos fundos de investimento, pois "*a simples comunhão de interesses, embora resultante de ato jurídico voluntário, não constitui affectio*" [165]. A falta desse requisito essencial, na visão do jurista, conduz os fundos de investimento a se enquadrarem dentro do regime condominial e não societário.

Conforme será melhor abordado quando tratarmos da teoria associativa, discordamos do autor quanto à definição e abrangência da *affectio societatis*. Esta consiste na livre disposição dos sócios em perseguir um fim comum e participar da sociedade, vislumbrando o lucro. Nos fundos de investimento, especialmente os do tipo fechado, todos esses elementos caracterizadores da *affectio* encontram-se evidentemente claros, pois não há como se duvidar de que existe uma vontade comum, voluntária e permanente entre os cotistas quando visam o lucro, mesmo que atrelada umbilicalmente à ideia do capital por eles investido e não às suas características pessoais. Vale lembrar, diante disso, que essa é a própria essência das sociedades anônimas. Estas formam um excelente exemplo de como um tipo societário pode se desprender dos aspectos pessoais de seus sócios, apresentando uma administração e um objeto social independentes desses, sem que seja descartado a existência de *affectio societatis*.

Pontes de Miranda, em seu Tratado de Direito Privado, reconhece a natureza condominial aplicável aos fundos de investimento, porém sem realizar uma análise profunda da escolha feita pelo nosso legislador, haja vista que, conforme explicado na parte histórica deste trabalho, constante do Capítulo I, esse era o regime jurídico amplamente reconhecido à época em que o autor escrevia sobre a matéria (arts. 49 e 50 da Lei nº 4.728/65) [166]. Não defende explicitamente, assim, a forma condominial, mas apenas a reconhece, nos termos da

---

[164] ALONSO, Félix Ruiz. "Os Fundos de Investimento". **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. n. 1. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1971, p. 75.
[165] Ibidem, p. 77.
[166] Sobre o tema, o autor ressalta que: *"O fundo comum, não societário, de investimento estabelece condomínio do dinheiro ou dos valores, ou do dinheiro e dos valores, conforme a cotação do dia de entrada. Tem-se de pensar em quem o administre: uma pessoa ou duas ou mais pessoas são outorgadas para as operações de investimento. Não há sociedade, de modo que a propriedade continua com os prestadores. Se se introduz o elemento de fidúcia, não deixa de haver o condomínio, mas há a legitimação fracionária dos fiduciantes (portanto – de per si), ou há a legitimação dos fiduciantes em comum".* – MIRANDA, Pontes. **Tratado de Direito Privado**. v. 51. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984, p. 289.

lei[167]. O jurista, em sua obra, foca no regime tributário aplicável à nova figura jurídica e às sociedades de investimentos, ambos regulados pela Lei nº 4.728/65, e na isenção fiscal que visava evitar, nessas estruturas, o já aludido cenário de bitributação. Ao abster-se de explorar detalhadamente, entretanto, o estudo da natureza jurídica do fundos[168], chega a confessar que a forma societária é a mais simples e a que melhor se adapta a tais veículos de investimento coletivo, especialmente se estes se constituírem sob a forma de sociedade por ações[169].

Arnoldo Wald, por meio de artigo publicado em 1990, praticamente duas décadas após terem sido lançadas as ideias dos juristas acima citados, analisa a natureza jurídica do fundo imobiliário. Nesse trabalho, o autor não explora detalhadamente a natureza condominial (à luz do regime legal de nosso antigo Código Civil, de 1916) e se contenta em consagrar a escolha e aplicação do condomínio aos fundos de investimento pelo direito brasileiro, afirmando que:

> *"Há numerosos outros exemplos, mas os já citados evidenciam a existência de fundamento legal e entendimento administrativo consolidado, inclusive no Conselho Monetário Nacional, no Banco Central e na Comissão de Valores Mobiliários, no sentido de reconhecer a natureza jurídica do Fundo como um condomínio de natureza especialíssima que tem patrimônio próprio, escrita específica, auditoria nas suas contas, representação em Juízo e administração por uma espécie de trustee. (...) Quer se cogite de um condomínio especialíssimo ou sui generis, de uma sociedade sem personalidade jurídica, na terminologia do Código de Processo Civil ou de uma forma de trust já adaptado e consagrado pelo Direito brasileiro, a designação e a semântica são secundários, pois o importante é a capacidade substantiva e adjetiva do Fundo para adquirir e transmitir direitos, atuar em Juízo e praticar todos os atos da vida comercial, embora só possa exercer a sua atividade por intermédio do seu gestor.* [170]

---

[167] Essa é, inclusive, a posição de Ricardo Santos Freitas, conforme segue: "*Percebe-se que, embora reconheça o uso da forma condominial como legítima, Pontes de Miranda não se detém a examinar as inconsistências apontadas por Peter Ashton na confrontação com as normas de condomínio estatuídas no Código Civil. Nem tão pouco se propõe a uma investigação detalhada da natureza jurídica da figura. Apenas enquadra o que chama de fundos fiduciários como condomínio sem formular análise crítica, e ainda reconhece que a forma societária é a mais adequada.*" – FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 179.

[168] Afirma Pontes de Miranda que: "*O imposto é obstáculo aos fundos de investimento. Daí o problema de técnica legislativa. Quando se legisla sobre fundos de investimento, vê-se que a lei fiscal tem de auxiliar o funcionamento, com pré-exclusão ou diminuição do imposto. A Holanda editou regras de direito fiscal favoráveis, antes mesmo de legislar sobre eles. O mesmo aconteceu com o Grão-Ducado de Luxemburgo.*" – MIRANDA, Pontes. **Tratado de Direito Privado**. v. 51. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984, p. 294.

[169] "*A forma societária é a mais simples e aquela a que melhor se adapta o fundo de investimento a porta aberta, principalmente se se constitui sociedade por ações. Isso não afasta a juridicidade da forma condominial, fiduciária, de comunhão pro diviso, ou outra que o sistema jurídico contenha.*" – MIRANDA, Pontes. **Tratado de Direito Privado**. v. 51. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984, p. 352.

[170] WALD, Arnoldo. Da Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. n. 80. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1990, p. 18.

Constata-se, assim, que o autor não se preocupa com a natureza jurídica em si e com as implicações negativas que ela traz, mas se concentra apenas nos efeitos benéficos advindos da estrutura, a qual outorga aos fundos a dita capacidade substantiva e adjetiva de figurar como sujeito de direitos e deveres, podendo praticar atos, mesmo que sempre por meio de seu representante, o administrador ou o gestor. Ora, os efeitos práticos não deveriam ser a única justificativa para a adoção de uma denominação, a qual pressupõe a aplicação de um regime jurídico ao ente assim denominado. A discussão, em país de direito positivo, demanda maior profundidade na análise teórica, observando-se os aspectos jurídicos que permitiriam a subsunção do ente ao regime jurídico que suporta a natureza escolhida, além de rever os aspectos positivos e negativos dessa adoção para cada desmembramento prático que advenha do uso da estrutura em sociedade, ao absorver aquela determinada natureza.

Outros autores que trabalharam o tema posteriormente replicaram, em certa medida, os mesmos argumentos dos juristas que os precederam, mencionados acima. Rachel Sztajn, ao analisar, em 1994, as cotas de emissão dos fundos imobiliários como um novo valor mobiliário, se basta em descrever o condomínio criado pela Lei n° 8.668/93 como um condomínio de tipo germânico, em que a propriedade coletiva é exercida em mão comum, ou seja, de natureza especialíssima, a exemplo do que fez Arnoldo Wald, visto que tal tipo não se conforma com o condomínio de origem romana, adotado pelo nosso direito civil. Porém, a autora chega a confessar que essa nova figura legal tem, de fato, caráter associativo[171], abarcando, inclusive, a noção de patrimônio em separado, com a propriedade fiduciária dos bens da carteira do fundo exercida pelo seu administrador.

Além da referida autora, Fernando Schwarz Gaggini, em 2001, coaduna das posições supracitadas, ao concluir que o fundo de investimento, perante o direito brasileiro, é "*uma forma de 'condomínio' de natureza especial, com regras próprias e específicas, distintas das*

---

[171] "*O fundo imobiliário, de que trata a Lei 8.668/93, parece ser condomínio do tipo germânico, e resulta de convenção, convenção que tem caráter de negócio associativo. Esse condomínio pode ser permanente ou transitório. Isto é, o fundo pode subsistir indefinidamente ou pode ser organizado para uma só empreitada, finda a qual, poderá ser extinto o fundo. Extinguindo-se o fundo, extingue-se, ipso facto, o condomínio.*" – SZTAJN, Rachel. Quotas de Fundos Imobiliários – Novo Valor Mobiliário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. n. 93. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1994, p. 104 e 105.

descritas no Código Civil"[172]. A mesma argumentação consta da obra "Fundos de Investimento e o Papel do Administrador", de 2003, de Tatiana Nogueira da Rocha[173].

Nelson Eizirik compartilha do mesmo raciocínio de Félix Ruiz Alonso, ao afirmar que inexiste entre os cotistas de um fundo uma relação interpessoal associativa, faltando-lhe, pois, a *affectio societatis*[174], requisito de toda e qualquer sociedade empresária no direito brasileiro, argumento este que já preliminarmente contestamos e que será combatido com maior profundidade quando tratarmos da teoria associativa.

Ruy Rosado de Aguiar Júnior, na mesma linha dos autores anteriores, também reconhece o fato de que os fundos de investimento não reúnem os elementos do condomínio regulado pelo nosso Código Civil, mas, a despeito disto, conclui que se está diante de uma modalidade especial de condomínio[175].

Mais recentemente, Rodrigo Dufloth, ao estudar o tema da proteção dos investidores em fundos de investimento, evita a reflexão acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento, afirmando que o fato de existir legislação, regulamentação e posicionamento da CVM suportando o regime condominial, configura justificativa suficiente para que os fundos sejam assim caracterizados[176]. Discordamos desse posicionamento, haja vista que o raciocínio utilizado pelo autor é falho e praticamente inviabiliza qualquer reflexão acadêmica que apresente posição divergente daquela consagrada em lei. Se assim fosse, a atividade do estudioso do direito, sob uma perspectiva doutrinária, estaria sempre de mãos atadas frente aos atos praticados pelos órgãos legislativo e regulador.

---

[172] GAGGINI, Fernando Schwarz. **Fundos de Investimento no Direito Brasileiro**. São Paulo: Liv. Ed. Universitária de Direito, 2001, p. 53.

[173] ROCHA, Tatiana Nogueira da. **Fundos de Investimento e o Papel do Administrador**. São Paulo: Texto Novo Editora, 2003, p. 48.

[174] "*Os fundos de investimento, ao contrário do que ocorre com as companhias de investimento, apresentam uma feição contratual e não societária, uma vez que não há entre os investidores relação interpessoal associativa – a affectio. Ao contrário, a relação dos investidores entre si é irrelevante para a constituição e funcionamento de um fundo, uma vez que, ao aderirem ao fundo, estes vinculam-se ao administrador, que lhes presta serviços de administração e de gestão de seus recursos.*" – EIZIRIK, Nelson (Coord.). **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 79.

[175] "*Podemos, assim, concluir que o fundo de investimento em títulos e valores mobiliários constitui modalidade especial de condomínio, sem personalidade jurídica, integrado por recursos apostos a uma finalidade, administrado por mandatário que goza de posição jurídica diferenciada e responsabilidade própria diante dos investidores, participantes do fundo. Isso não significa que não existam sociedades de investimento, na forma de sociedade anônima ou em conta de participação, ou fundos constituídos em negócio fiduciário.*" – AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado de. Aspectos dos Fundos de Investimento. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luis Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Org.). **Estudos jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha**. v. 3. Ribeirão Preto, SP: Migalhas, 2012, p. 302.

[176] DUFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017, p. 85.

O que se pretende com o estudo crítico e sistematizado da natureza jurídica dos fundos de investimento é analisar os aspectos legais e regulamentares existentes e aplicáveis ao tema, buscando uma melhor adequação entre as características práticas do instituto analisado e o regime jurídico que lhe deveria ser aplicado. Assim, o que restou demonstrado, quer na análise comparativa entre os fundos e o instituto civil do condomínio, quer se observe a doutrina que apoia a teoria condominial, é a certeza e evidência de que este não se harmoniza com as regras específicas sobre tais veículos de investimento e com seus atributos práticos. A doutrina que defende a teoria condominial, ou o faz porque não se aprofunda no estudo da natureza jurídica e simplesmente aceita o texto de lei, ou porque defende o argumento de que se trata o fundo de um condomínio especial, diferente do condomínio geral previsto no Código Civil, embora reconheça, ao mesmo tempo, que o condomínio *sui generis* é dotado de claras características associativas. Faltar-lhe-ia apenas a *affectio societatis*, que, em nossa visão, está tão presente nos fundos de investimento, quanto nas sociedades de capital, tal como a sociedade anônima.

Ora, se lhes sobram características associativas, enquanto lhes faltam atributos importantes para os enquadrar no regime jurídico civil do condomínio, cabe à doutrina trazer os argumentos para suportar um novo tipo de sociedade ou a sua adequação às formas existentes em nosso direito societário. Se, com este intuito, uma nova lei for necessária para modificar o *status quo* e adaptar a figura dos fundos a um dado tipo societário, de modo a promover mais segurança jurídica e atender aos anseios justos da grande maioria dos participantes do mercado, que os trabalhos doutrinários sirvam como elemento propulsor dessa inovação legislativa, elucidando para o legislador qual seria o caminho mais adequado a ser seguido, e não o contrário.

3.1.2 Teoria da Propriedade Fiduciária

A teoria da propriedade fiduciária nos fundos de investimento preza pela relação de domínio temporário e resolúvel entre o fiduciante, isto é, o cotista que aliena os seus bens, e o fiduciário, a quem foi entregue a coisa e que com ela estabelece uma relação de propriedade resolúvel, papel este que, no caso de um veículo de investimento, seria ocupado por seu administrador.

A relação entre administrador e cotista se daria, assim, por uma espécie de mandato, contratualmente estipulado. Um belo exemplo de instituto regido pela teoria da propriedade fiduciária, mas inexistente no Brasil, é o *trust* inglês, que serviu como fonte inspiradora para todos os fundos de investimento ao redor do mundo, conforme explicado logo no início do Capítulo I.

No âmbito dos países de direito positivo, esta teoria é primordialmente defendida por aqueles que não reconhecem a existência de uma relação condominial entre os cotistas e os bens que compõem o fundo de investimento, mas tampouco chegam a compreender que o fundo apresenta os elementos necessários para ser dotado de natureza associativa ou societária. Foi difundida, assim, especialmente na Itália, atribuindo ao administrador do fundo a qualidade de único proprietário dos bens, dotado de plenos e incondicionais poderes de gestão do patrimônio detido[177]. A relação obrigacional estaria disposta no contrato de gestão, o qual apresentaria as regras para preservação e aplicação do capital dos cotistas que cederam seus recursos ao administrador, sob a referida relação fiduciária. Haveria, então, de maneira dicotômica, tanto uma conexão de propriedade resolúvel entre o administrador e os bens do fundo, quanto uma relação obrigacional de fidúcia entre o administrador e os cotistas.

No entanto, essa teoria não seria recepcionada pelo direito brasileiro em seu estado atual. As diferentes formas de propriedade fiduciária e suas respectivas finalidades estão expressamente previstas em lei, como ocorre com todo e qualquer direito real. Em nosso Código Civil, o art. 1.361 determina que se considera fiduciária a propriedade resolúvel com escopo específico de garantia. Outro exemplo de relação fiduciária estabelecida pelo nosso ordenamento jurídico é a do agente fiduciário em relação à coletividade de credores de debêntures emitidas por sociedade anônima, nos termos dos arts. 66 e seguintes da Lei n° 6.404/76.

Nenhum desses exemplos, como se pode ver, se encaixa no regime jurídico aplicável aos fundos de investimento em geral. Desta forma, não é oportuno que se use o instituto da propriedade fiduciária para um fim sobremaneira distante daquele que a própria lei lhe prescreveu, sob pena de cometermos erros ainda piores do que os praticados por aqueles que defendem a adaptação do regime condominial aos fundos de investimento, conforme mencionados no item 3.1.1 acima.

---

[177] FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 191.

A propósito, tal regime encontra-se tão afastado da realidade dos fundos de investimento, sob a perspectiva do direito brasileiro, que mesmo no caso dos fundos de investimento imobiliários, em que o legislador optou por estabelecer o regime fiduciário para regular a relação entre os bens e direitos que constituem o patrimônio do fundo e a figura da instituição administradora[178], preservou-se, ao mesmo tempo, a natureza condominial para a organização de tais fundos, conforme já mencionado anteriormente neste trabalho.

3.1.3 Teoria da Propriedade em Mão Comum

A presente teoria tem base no conceito de condomínio germânico, que, conforme mencionamos no item 3.1.1 acima, determina que a coisa objeto de comunhão pertence à coletividade e não aos condôminos em si (condomínio *pro indiviso*). Não há, portanto, no caso que ora analisamos, quota-parte ou fração ideal destinada a cada condômino, como há no condomínio de origem romana (condomínio *pro diviso*), que serviu como inspiração para o instituto em nosso direito civil. Na versão germânica, portanto, os condôminos só podem usufruir e gozar da coisa coletivamente, sendo-lhe vedada a alienação de qualquer fração específica dela, uma vez que inexiste fracionamento abstrato da propriedade mantida em mão comum.

Essa sobreposição do coletivo em relação ao individual, imperativa na caracterização desta modalidade de condomínio, traz semelhanças com certos institutos do direito civil, pois garante a indivisibilidade do bem objeto da comunhão. No entanto, embora resolva, por um lado, a questão atinente à partilha dos bens constantes do condomínio, impossibilitando-a, como vimos ao analisar o regime condominial, no item 3.1.1, por outro lado, esbarra no fato de que que aos cotistas desses veículos de investimento é sempre garantida uma ou mais cotas, transferíveis ou não, correspondentes a uma fração ideal do patrimônio do fundo, o que inexiste no regime de propriedade em mão comum de origem germânica[179].

---

[178] Nos termos do art. 6° da Lei n° 8.668/93: "*O patrimônio do Fundo será constituído pelos bens e direitos adquiridos pela instituição administradora, em caráter fiduciário.*"

[179] Ricardo de Santos Freitas tece importantes críticas à adoção da referida teoria pelo direito pátrio, em linha com o que acabamos de dizer, a saber: "*A existência da fração ideal, representada por cota resgatável, não tira do fundo de investimento sua característica de indivisibilidade, que serve para afastá-lo do enquadramento como condomínio, porque ao solicitar resgate o investidor não receberá uma parte ideal de cada um dos bens que compõem o patrimônio do fundo, mas apenas a parte ideal da significação econômica dos mesmos (em moeda corrente nacional). Ao administrador do fundo é que caberá escolher, no melhor interesse do fundo, de*

Ou seja, existe no fundo indivisibilidade em relação ao seu patrimônio, e isso é inegável, visto que tanto nos fundos fechados, como nos abertos, não há partilha ou divisão de bens no sentido concebido pela legislação civil. Porém, essa característica, que assegura a aludida indivisibilidade da carteira do fundo, não representa exatamente a noção de propriedade indivisível do condomínio em mão comum, visto que aos cotistas dos fundos são entregues cotas, as quais concedem a seus titulares o direito de amortização e resgate, analogamente ao que se vê com as quotas ou ações de emissão das sociedades empresárias. O fato de existir tal valor mobiliário, amortizável, resgatável e, conforme o caso, também transferível, representativo de uma fração matemática do patrimônio do fundo, impede qualquer tentativa de se adotar a teoria da propriedade em mão comum como a que melhor reflete a natureza jurídica dos fundos de investimento.

3.1.4 Teoria da Organização Associativa

Todos os autores[180] que defenderam a presente teoria identificaram na estrutura e características dos fundos de investimento evidências claras dos elementos essenciais de formação das sociedades empresárias, descartando, sobretudo, a teoria condominial, em razão, particularmente, das incongruências e dificuldades de adaptação ao regime geral do condomínio civil, conforme apontamos ao longo do item 3.1.1 acima.

Haja vista que o principal sustentáculo deste trabalho e da proposta para a qual ele se pretende parte da análise das diferentes teorias relativas à natureza jurídica dos fundos de investimento, confrontando-as com os atributos formadores do regime jurídico dos fundos de investimento em participações no Brasil, e considerando, ainda, que as teorias anteriores foram por nós descartadas, em razão de sua inaplicabilidade não só a esta modalidade de

---

onde prover recursos para a entrega da moeda corrente nacional ao retirante. Essa característica permite sustentar que há indivisão. Mas seguramente não a indivisão da 'mão comum', em que a repartição em cotas inexiste. A indivisão aqui é idêntica, isso sim, à existente nas sociedades, nas quais o patrimônio se faz representar por fração ideal (ação ou cota), e a retirada de sócio não confere ao mesmo direito sobre parte ideal de cada um dos bens em concreto (tangíveis ou não) que integram o acervo empresarial, cabendo à sua administração (sócio ostensivo, diretoria, sócio-gerente, administrador, conforme o caso) definir as medidas adequadas, no melhor interesse da sociedade." – FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 188 e 189.

[180] São seus defensores, com a publicação de dissertações, teses, artigos ou pareceres nesse sentido, Oscar Barreto Filho, em 1956, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Ricardo de Santos Freitas, em 2004, Jorge Lobo, em 2005, Mario Tavernard Martins de Carvalho, em 2012, e Eduardo Cherez Pavia, em 2016.

fundos, mas também a todas as demais, partiremos agora para a análise da teoria da organização associativa ou societária.

Assim, exploraremos, em primeiro lugar, as noções básicas de pessoa jurídica, separação patrimonial e limitação de responsabilidade, demonstrando quais as relações necessárias existentes entre elas. Em seguida, abordaremos a concepção de sociedade empresária e seus elementos essenciais, para, então, estudarmos os atributos que talham a estrutura legal dos fundos de investimento. Por fim, compararemos ambos os sistemas e regimes apresentados, verificando se os elementos que compõe tais veículos de investimento coletivo se subsumem àqueles que suportam as sociedades no direito brasileiro.

3.1.4.1 Personalidade Jurídica, Separação Patrimonial e limitação de responsabilidade

Sobre o conceito de pessoa jurídica, Fran Martins bem nos ensina que:

> *"É pessoa jurídica o ente incorpóreo que, como as pessoas físicas, pode ser sujeito de direitos. Não se confundem, assim, as pessoas jurídicas com as pessoas físicas, as quais deram lugar ao seu nascimento; ao contrário, delas se distanciam, adquirindo patrimônio autônomo e exercendo direitos em nome próprio. Em razão disso, as pessoas jurídicas têm nome particular, como aquelas físicas, domicílio, nacionalidade; podendo estar em juízo, como autoras, ou na qualidade de rés, sem que isso reflita na pessoa daqueles que as constituíram. Por último, têm vida autônoma, muitas vezes superior às das pessoas que as formaram; em alguns casos, a mudança de estado dessas pessoas não irradia efeitos na estrutura das pessoas jurídicas, de molde a variar as pessoas físicas que lhes deram origem sem que tal fato incida no seu organismo. É o que ocorre via de regra com as sociedades ditas institucionais ou de capitais, cujos sócios podem mudar de Estado ou ser substituídos sem que se altere a estrutura social."*[181]

A personalidade jurídica, tal como vista acima, é um conceito plenamente reconhecido pelo direito pátrio, especialmente em relação às ditas sociedades empresárias, tendo sido abarcado já pelo Código Civil de 1916[182]. Tanto é assim que o próprio Código Civil atual, em seu art. 44, acompanhando a sistematização do diploma anterior, determina

---

[181] MARTINS, Fran. **Curso de Direito Comercial.** 40ª Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 160.
[182] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito Comercial**. Sociedades, Teoria Geral das Sociedades, As Sociedades em Espécie do Código Civil. v. 2. 3ª edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 87.

taxativamente quais são as pessoas jurídicas de direito privado[183], ou seja, aqueles entes dotados de personalidade independente de seus criadores, sendo uma delas, justamente, as referidas organizações de caráter associativo.

O art. 52 do mesmo diploma garante às organizações dotadas de personalidade jurídica todos os direitos da personalidade, o que inclui, como bem explicou o aludido autor, a possibilidade de ser sujeito autônomo de deveres, obrigações e direitos, ser capaz de agir perante terceiros, em nome próprio, em juízo ou fora dele, e ter denominação, nacionalidade e domicílio que lhes são inatos.

Destaca-se, diante do exposto acima, que a existência de personalidade jurídica jamais deve ser dissociada de uma de suas principais razões de existir, a saber, a separação entre os ativos e passivos da figura abstrata e os de seus sócios. Cria-se, logo, por disposição legal expressa, um patrimônio separado e independente, sobre o qual se aplicarão as obrigações e responsabilidades contraídas pela sociedade e do qual se afastarão, também por imposição da lei, as obrigações contraídas pelos sócios enquanto pessoas naturais e agindo em seus nomes individuais, independentemente dos negócios sociais.

Além desse aspecto essencial, outros efeitos podem ser salientados como decorrentes da existência de personalidade jurídica. Fazemos uso aqui do poder de síntese de Rubens Requião para os apresentar, de maneira resumida:

> *"1ª) Considerar-se a sociedade uma pessoa, isto é, um sujeito 'capaz de direito e obrigações'. Pode estar em juízo por si, contrata e se obriga. 2ª) Tendo a sociedade, como pessoa jurídica, individualidade própria, os sócios que a constituírem com ela não se confundem, não adquirindo por isso a qualidade de comerciantes. (...) 3ª) A sociedade com personalidade adquire ampla autonomia patrimonial. O patrimônio é seu, e esse patrimônio, seja qual for o tipo da sociedade, responde ilimitadamente pelo seu passivo. 4ª) A sociedade tem a possibilidade de modificar a sua estrutura, quer jurídica, com a modificação do contrato adotando outro tipo de sociedade, quer econômica, com a retirada ou ingresso de novos sócios, ou simples substituição de pessoas, pela cessão ou transferência da parte especial."*[184]

A existência legal de tais estruturas associativas e a garantia de seus plenos direitos à personalidade (incluindo a cabal autonomia patrimonial) se iniciam, segundo o art. 45 do Código Civil, com a inscrição do ato constitutivo da sociedade no registro público

---

[183] Nos termos do art. 44 do Código Civil, são pessoas jurídicas de direito privado, dotadas de personalidade jurídica, as: (i) associações; (ii) sociedades; (iii) fundações; (iv) organizações religiosas; (v) os partidos políticos; e (vi) as empresas individuais de responsabilidade limitada.

[184] REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. v. 1. 18ª edição. São Paulo: Saraiva, 1988, p. 287.

competente. O art. 985 repete o conceito, ao determinar que "*a sociedade adquire personalidade jurídica com a inscrição, no registro próprio e na forma da lei, dos seus atos constitutivos (arts. 45 e 1.150)*".

Vale frisar, outrossim, que a personalidade civil da pessoa natural, em contraposição à jurídica, inicia-se com a vida. A personalidade jurídica é uma espécie de ficção legal, criada pelo direito, e, por conseguinte, dependente de um ato formal que reconhece o início de sua vigência, especialmente perante terceiros. Tendo esta percepção como fundamento, o legislador pátrio escolheu como momento inicial da personalidade jurídica das sociedades o ato de registo perante o órgão público competente, o que denota publicidade. É com este ato público e notório que a sociedade adquire a virtude de ser dotada de personalidade e de ser um sujeito independente de direitos, deveres e obrigações[185].

A personalidade jurídica nasce, assim, por lei expressa e deve se adequar à forma exata por ela concebida, razão pela qual acreditamos não haver pessoa jurídica ou sociedade, sem que haja lei pretérita que estabeleça a sua concepção e as regras sobre as quais a estrutura deverá se alicerçar no universo prático. O sistema que está por trás das sociedades é, assim, fechado, devendo as formas associativas se enquadrarem dentro de uma de suas possíveis ramificações, para que sejam dotadas de legalidade formal e material.

É justamente para abarcar as situações em que uma sociedade é constituída, porém sem respeitar as formalidades legais, que o legislador cria a sociedade em comum ou dita irregular, para a qual não será concedida a personalidade e sobre a qual se aplicarão regras excepcionais em relação ao seu patrimônio e à responsabilidade de seus sócios[186].

---

[185] Sobre o início da personalidade e as razões do requisito registral, vale citar as palavras de Fábio Ulhoa Coelho: *"Costuma-se afirmar que o início da personalização da sociedade empresária opera-se com o seu registro na Junta Comercial (cf., por todos, Ferreira, 1961, 3:196). Aliás, a própria legislação civil estabelece a formalidade como o ato responsável pela constituição da pessoa jurídica (CC, arts. 45 e 985). Em termos de segurança jurídica, não há de se negar que a sistemática é adequada, porque o registro torna pública a formação do novo sujeito de direito, possibilitando o controle dos demais agentes econômicos e do próprio estado quanto à existência e extensão das obrigações que o envolvem. Mas deve-se registrar uma certa impropriedade conceitual e lógica nessa sistemática. A rigor, desde o momento em que os sócios passam a atuar em conjunto, na exploração da atividade econômica, isto é, desde o contrato, ainda que verbal, de formação da sociedade, já se pode considerar existente a pessoa jurídica."* – COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v. 2. 9ª edição. São Paulo: Saraiva, 2006, p. 16 e 17.

[186] Acerca das sociedades em comum, Armando Luiz Rovai afirma que: *"Nesse tipo societário não personificado, os sócios, nas relações entre si ou com terceiros, somente por escrito podem provar a existência da sociedade, mas os terceiros podem prová-la de qualquer modo, sendo que, os bens e dívidas sociais constituem patrimônio especial, do qual os sócios são titulares em comum. Ademais, todos os sócios respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais."* – ROVAI, Armando Luiz. **Atualidades do Direito Empresarial Brasileiro**. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2019, p. 16 e 17.

Embora não seja dotada de personalidade jurídica, a sociedade em comum apresenta um patrimônio especial, o qual não se confunde com o de seus sócios. Por outro lado, a responsabilidade destes é solidária e ilimitada em relação às obrigações contraídas pela estrutura associativa. Em outras palavras, as obrigações pessoais dos sócios em uma sociedade irregular não contaminam, de maneira alguma, o patrimônio especial criado para cumprimento do objeto social consignado à sociedade, que visa o lucro, mas permanecem eles solidária e ilimitadamente responsáveis pelas obrigações que tiverem sido assumidas em nome dela, protegendo, desta forma, os credores de boa-fé que com ela tiverem contratado.

Resta claro, diante da constatação acima, que o legislador atrelou a existência de patrimônio em separado, com eventual limitação de responsabilidade (dependendo do tipo societário, como será visto mais à frente), ao início da personalidade jurídica. Enquanto esta não estiver presente, a responsabilidade dos sócios será ilimitada e solidária pelas obrigações contraídas em nome da estrutura associativa. Este fator, inclusive, configuraria uma espécie de penalização por não terem sido os atos constitutivos da sociedade devidamente registrados na Junta Comercial, por exemplo.

Ademais, essa falta de personalidade não determina que a sociedade em comum fique impedida de se sujeitar a diretos e deveres, bem como assumir obrigações. Tanto é assim, que a ela é concedida uma forma de patrimônio especial, podendo agir por conta própria, desde que devidamente representada, nos termos de seus documentos constitutivos, mesmo que ainda carentes de registro. Outros entes despersonalizados no direito brasileiro são reconhecidamente dotados de capacidade jurídica, embora desprovidos de personalidade, tais como a massa falida e o próprio condomínio civil voluntário. No entanto, vale lembrar, em nenhum deles é concedida a possibilidade de se criar um patrimônio em separado e de se limitar a responsabilidade daqueles que deles participam, como é o caso de determinados tipos societários, quando dotados de personalidade.

3.1.4.2 Conceito e os Elementos Necessários para a Caracterização das Sociedades Empresárias

O Código Civil, utilizando-se da noção de contrato plurilateral, concebe a sociedade empresária, em seu art. 981, ao estabelecer que as pessoas que reciprocamente contribuírem, com bens ou serviços, para o desenvolvimento de atividade econômica, partilhando, entre si,

os seus resultados, positivos ou negativos, celebra contrato de sociedade, observado que tal atividade pode se restringir à realização de um ou mais negócios determinados. Denota-se da referida disposição legal, então, que o acordo de vontades, consubstanciado em contrato e com a finalidade de exercer uma atividade econômica visando o lucro, forma o princípio basilar da relação societária dentro do direito brasileiro.

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, ao tratar do conceito e da natureza jurídica das sociedades, argumenta que:

> *"A sociedade (...) corresponde a um mecanismo jurídico que é titular de bens e/ou recursos financeiros, os quais lhe permitem o exercício de uma atividade econômica destinada a proporcionar lucros para os sócios, mas também sujeita a perdas eventuais, nos casos em que as despesas daquela mesma atividade superem as receitas."*[187]

Segundo Maria Eugênia Finkelstein:

> *"(...) as sociedades apresentam, sempre, uma finalidade econômica. Nos termos do art. 981 do Código Civil, quem celebra contrato de sociedade, reciprocamente se obriga a contribuir com o outro com bens e serviços, para o exercício da atividade econômica e a partilha entre si dos resultados."*[188]

O vínculo associativo, assim, depende, primeiramente, da existência de um contrato que regule a atividade empresarial iniciada com recursos ou serviços de seus sócios e, em segundo lugar, da finalidade econômica para qual a sociedade foi organizada. Por ser contrato, pressupõe a exteriorização da vontade intrínseca de suas partes de adentrar em uma relação societária, vontade esta que se evidencia com a entrega de seus bens ou serviços à sociedade, destacando-se estes de seus patrimônios individuais, de maneira a compor o espólio social, a ser utilizado na atividade empresarial, em conformidade com o que tiver sido disposto no contrato ou estatuto.

À essa vontade de celebrar o pacto social, a doutrina clássica denomina *affectio societatis*[189], sendo este o primeiro requisito que destacamos aqui para a formação das

---

[187] VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito Comercial**. Sociedades, Teoria Geral das Sociedades, As Sociedades em Espécie do Código Civil. v. 2. 3ª edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 43.
[188] FINKELSTEIN, Maria Eugênia. **Manual de Direito Empresarial**. 8ª edição. São Paulo: Atlas, 2016, p. 73.
[189] Rubens Requião explica que: "*É uma antiga expressão latina, usada por Ulpiano, para distinguir a intenção de se associar em sociedade. Os autores têm procurado desvendar o verdadeiro sentido da expressão, tendo Thaller divisado nela 'um elo de colaboração ativa entre os sócios'. Paul Pic escreve que 'não há sociedade sem vontade, em todos os contratantes, de cooperar, direta ou indiretamente, na obra comum, sem comunhão de*

sociedades empresárias[190]. Vale dizer, entretanto, que tal requisito vem sendo depreciado por parte de nossa doutrina comercialista nos últimos tempos. Erasmo V. A. e Novaes França e Marcelo Vieira Von Adamek esclarecem que a *affectio* se encontra praticamente ignorada nos ordenamentos jurídicos modernos, que passaram a substituí-la pela figura do fim social. Essa nova teoria, apresentada pelos autores, busca caracterizar a essência da relação societária pelo seu fim e não pela vontade dos sócios, ou seja, pelo atingimento do objeto social e não pela afeição *interna corporis*[191]. A consecução dos negócios sociais é um fim em si mesmo e, sob a perspectiva da preservação da empresa enquanto entidade distinta de seus sócios e dotada de uma função social inata, deve suplantar qualquer desarmonia que haja entre eles, a fim de defendê-la, guardando, na medida do possível, a sua atividade-fim e a sua importância social e econômica. A equivocidade e o obscurantismo do conceito de *affectio*, abstrato e subjetivo, dá lugar, neste caso, a um princípio objetivo e claro que consiste no fim comum da sociedade comercial (o qual compreende, segundo os autores, o escopo-meio e o escopo-fim da organização societária, bem como suas interações com os deveres de lealdade, colaboração e contribuição). Se este fim estiver sendo atingido, a sociedade empresária, segundo a teoria dos citados juristas, deve ser considerada como legalmente constituída e apta a operar, sendo imperioso ao direito, então, encontrar outras soluções para superar as desavenças havidas dentro do corpo societário, tais como a compra e venda de cotas do sócio dissidente pelos demais ou a sua retirada, nos termos do contrato ou estatuto social e da lei.

---

capitais (lato sensu) e dos esforços dos membros'. E continua: 'Todo contrato de sociedade pressupõe não somente a intenção de realizar benefícios por uma reunião de capitais, intenção que se pode descobrir num simples empréstimo, acompanhado de uma cláusula de participação, mas a vontade bem determinada, da parte de todos os sócios, de cooperar ativamente na obra comum. Discerne-se, em outros termos, em qualquer sociedade, um pensamento de cooperação econômica (Ripert) ou, mais exatamente, uma vontade de colaboração ativa (Thaller), em vista de um fim comum, que é a realização de um enriquecimento pela comunhão dos capitais e da atividade dos sócios'." – REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. v. 1. 18ª edição. São Paulo: Saraiva, 1988, p. 294 e 295. Fábio Ulhoa Coelho bem sintetiza o conceito da seguinte forma: "*A affectio societatis é a disposição dos sócios em formar e manter a sociedade uns com os outros. Quando não existe ou desaparece esse ânimo, a sociedade não se constitui ou deve ser dissolvida.*" – COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v. 2. 9ª edição. São Paulo: Saraiva, 2006, p. 388.

[190] Já tratamos brevemente deste requisito, aliás, no item 3.1.1, quando foram mencionadas as observações de Félix Ruiz Alonso concernentes à defesa da teoria do condomínio especial para caracterizar a natureza jurídica dos fundos de investimento, a partir da ideia de que neles inexiste tal disposição de formar e manter uma sociedade, falta esta que justificaria a existência de um condomínio e não de uma sociedade comercial. Conforme já mencionado naquela ocasião, discordamos do citado autor, pois acreditamos que a *affectio* é clara e evidente nos fundos de investimento, pelas razões que expressaremos detalhadamente quando tratarmos dos aspectos inerentes à formação dos fundos, no item 3.1.4.2, a seguir.

[191] NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e; VON ADAMEK, Marcelo Viana. *Affectio Societatis*: Um Conceito Jurídico Superado no Moderno Direito Societário pelo Conceito de Fim Social. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. n. 149/150. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008, p. 129 e 130.

Face às críticas à teoria associativa dos fundos de investimento, sob o argumento de que não são dotados de *affectio societatis*, conforme citado no item 3.1.1 acima, a ideia relativamente moderna, difundida entre os citados estudiosos do direito comercial, entre outros[192], de que esta não é sequer necessária para a caracterização da sociedade, não sendo vista mais como um requisito de sua formação, é mais um argumento em prol da teoria da organização associativa, em detrimento das demais, visto que parte significativa dos autores que criticam deliberadamente a aplicação da teoria societária aos fundos de investimento, o fazem com base no argumento de que estes não apresentam tal componente.

Um segundo requisito, bastante debatido nas últimas décadas pela doutrina em geral, seria o da pluralidade de sócios, advinda da noção de contrato plurilateral expressa na própria redação do supracitado art. 981. Este exigiria, por conseguinte, que a sociedade fosse composta por, no mínimo, duas pessoas, naturais ou jurídicas. No entanto, tal discussão, ao nosso ver, encontra-se superada, em razão do advento da Lei nº 12.441/12, que alterou o Código Civil, para introduzir o art. 980-A, que instituiu a Empresa Individual de Responsabilidade Limitada[193], e, na mesma esteira, da promulgação da recente Lei n° 13.874/19, que, ao modificar o art. 1.052 do referido diploma legal, expressamente permitiu que a sociedade limitada possa ser constituída por um único sócio. Estes fatos serão, naturalmente, utilizados como aspectos importantes para a argumentação de que a teoria da empresa e das sociedades também seria perfeitamente abarcável pelos fundos de investimento exclusivos, ou seja, aqueles cujas cotas são detidas por um único cotista.

Outra característica elementar das sociedades é a necessidade de contribuição de cunho patrimonial ou de serviços ao corpo social, de maneira que essa possa desenvolver as

---

[192] Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa coaduna da posição dos referidos autores, sobretudo no que se refere à ideia de preservação da empresa e da atividade por ela exercida, vejamos: "*Concordamos plenamente com eles quando demonstram que a exclusão dos sócios e sua retirada da sociedade não podem se fundar no desaparecimento futuro e eventual da affectio societatis que a todos revestia no momento da constituição daquela, de forma a que alguém venha a demonstrar haver mudado a sua vontade e, consequentemente, sofrer a expulsão da sociedade ou exigir que ela promova os atos necessários a sua retirada. O que se costuma ocorrer em tais situações é que o sócio deixa de contribuir com as prestações (financeiras e/ou pessoais) que cabem, desinteressando-se do projeto do qual participava (comportamento que pode gerar o surgimento de casos de expulsão) ou pede que a sociedade ou os demais sócios adquiram a sua quota-parte para o fim de retirar-se amigavelmente.*" – VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito Comercial**. Sociedades, Teoria Geral das Sociedades, As Sociedades em Espécie do Código Civil. v. 2. 3ª edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 46.

[193] Por mais que se argumente que a referida figura societária tenha sido caracterizada como empresa e não como sociedade, sob o pressuposto de que esta traria consigo a ideia de multiplicidade, fato é que a concepção de um estrutura empresária unipessoal, dotada de personalidade jurídica e responsabilidade limitada, bem como regulada pelas regras aplicáveis às sociedades limitadas, eliminou materialmente toda e qualquer dúvida sobre a legalidade do instituto dentro do universo do direito societário brasileiro.

suas atividades de investimento, produção ou, ainda, de circulação de bens e serviços. Qualquer bem que possa ser valorado ou monetizado, inclusive direitos, títulos e obrigações, pode se enquadrar neste quesito. A entrega desses bens visa à formação do capital social, substrato propulsor da atividade empresária.

Se depreende do disposto acima que a sociedade, uma vez recebido seu capital inicial, deve ser organizada de tal maneira que permita o desenvolvimento da atividade econômica constituinte do objeto social. A organização é, portanto, pressuposto da atividade empresarial. Sem ela, poderia haver facilmente dispersão de recursos e confusão patrimonial, o que vai de encontro à própria função social da empresa e à segurança da ordem econômica e financeira da qual ela faz parte.

O último requisito legal que deve ser destacado é a partilha dos resultados, sejam eles positivos ou negativos. Para este destacamos o princípio de que não haverá sociedade, se as regras vinculadas à sua composição não determinarem a aferição e distribuição das perdas e dos lucros resultantes do exercício da atividade empresária, seja ela qual for. Seria nula, por exemplo, a sociedade que atribuísse sempre a apenas um dos sócios a totalidade dos lucros ou das perdas, a qual é comumente denominada como sociedade leonina pela doutrina[194].

Qualquer estrutura jurídica que for composta pelos elementos mencionados acima poderia ser entendida como sociedade empresária, nos termos do supracitado art. 981, e, por conseguinte, passível de incorporar uma das estruturas associativas existentes sob o direito brasileiro, com fulcro no art. 983 do Código Civil. Segundo este artigo, a sociedade deve se constituir segundo um dos tipos societários regulados pelos arts. 1.039 a 1.092, a saber, sociedade em nome coletivo, em comandita simples, limitada, anônima e cooperativa, ressalvadas as sociedades simples, que podem adotar qualquer um dos tipos supracitados e, caso não o façam, subordinar-se-ão às normas que lhes são próprias.

Ademais, são excetuadas dessa regra de necessária subsunção aos aludidos tipos societários, por força do parágrafo único do mesmo art. 983, as sociedades em conta de participação, as cooperativas, além dos tipos societários criados por leis especiais que, para o exercício de determinadas atividades, imponham a constituição da sociedade conforme determinado tipo específico, não enquadrado nas formas anteriores. A amplitude e escopo desta exceção e do conceito de lei especial serão tratados no item 3.1.4.3, abaixo, quando

---

[194] REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. v. 1. 18ª edição. São Paulo: Saraiva, 1988, p. 295.

fizermos a análise comparativa entre os elementos essenciais estudados neste item e aqueles referentes aos fundos de investimento, a serem estudados no item seguinte, para o qual passamos agora.

3.1.4.3 Conceito e os Elementos Necessários para a Caracterização dos Fundos de Investimento

Quanto à análise dos requisitos básicos atinentes aos fundos de investimento, no intuito de os comparar aos elementos constitutivos das sociedades empresárias, conforme citados acima, nota-se que tais fundos são, nos termos do art. 1.368-C do Código Civil, conforme redação dada pela Lei n° 13.874/19, e do art. 3º da Instrução CVM nº 555/14, uma comunhão de recursos destinada à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.

Essa definição é insuficiente, inclusive se forem levadas em consideração as características desses veículos de investimento em uma leitura completa das normas aplicáveis ao instituto, especialmente aquelas emitidas pela CVM. Se assim for feito, notar-se-á que os requisitos essenciais dos fundos de investimento, inclusive tendo como base o conceito e características gerais dos fundos de investimento em participações, conforme dispusemos ao longo do Capítulo II, são os seguintes: (i) a formação de uma comunhão de recursos a partir das integralizações realizadas pelos cotistas; (ii) a aplicação desses recursos em ativos financeiros, bens e direitos, com a finalidade de gerar ganhos aos cotistas do fundo, sendo esta a atividade econômica exercida pelo fundo; (iii) o compartilhamento dos ganhos ou das perdas que advierem dos investimentos nos referidos ativos financeiros, bens e direitos; e (iv) a administração e gestão profissionais dos recursos integralizados pelos investidores do fundo.

Sobre o primeiro requisito, cabe destacar que a própria Instrução CVM nº 555/14 estabelece as regras para subscrição e integralização de cotas. Nos termos de seu art. 27, a integralização do valor das cotas deve ser feita em moeda corrente nacional, ressalvadas determinadas hipóteses em que poderão ser efetuadas com ativos admitidos à carteira do fundo, sobretudo quando os fundos forem destinados a investidores qualificados e profissionais.

Essa contribuição, que pode se dar em moeda ou em bens, realizada voluntariamente pelos cotistas para a consecução de um dado objetivo configuraria, segundo Ricardo de Santos Freitas, a chamada *affectio societatis* no âmbito dos fundos de investimento. Diz o autor que:

> *"A contribuição material de todos para o atingimento de um fim comum, num negócio jurídico celebrado voluntariamente, revela a solidariedade e o compromisso de cada cotista, a consubstanciar o que chamamos de affectio societatis. Embora parte da doutrina tente emprestar um sentido mais rígido a seu significado, principalmente nas sociedades nas quais o intuitu personae associativo se faz presente, mas não se deve exigir para dar por caracterizada a affectio."* [195]

Concordamos com a posição acima. Além disso, essa contribuição conjunta, realizada nos termos do regulamento do fundo, também configuraria a existência de um fim comum à organização, caso adotemos a teoria finalista de que tratamos no item 3.1.4.1, ao citarmos as críticas de Erasmo V. A. e Novaes França e Marcelo Vieira Von Adamek à *affectio societatis*, face ao moderno direito societário.

O segundo requisito, por sua vez, está no âmago da natureza de todo e qualquer fundo de investimento. A sua própria denominação sugere, por si só, que a função de qualquer fundo consiste na aplicação dos recursos financeiros captados dos cotistas em ativos, bens e direitos dos mais variados tipos. Outrossim, embora o conceito estabelecido pelo art. 1.368-C do Código Civil e pelo art. 3º da Instrução CVM nº 555/14 seja carente na especificação de certos elementos que constituem esses veículos de investimento coletivo, não há como se negar que, quanto a este fundamento, os dispositivos foram bastante claros. Como dissemos, a comunhão de recursos é destinada à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos, de qualquer natureza. Ademais, não há dúvida sobre o fato de que essa destinação e a sua realização configuram uma atividade econômica, para todos os fins de nosso direito societário. Essa é a posição de Mario Tavernard Martins de Carvalho, cujas palavras sobre o tema expomos abaixo:

> *"Em relação à atividade econômica, não restam dúvidas que os fundos de investimento a exercem. Muito se indaga se os fundos, especialmente aqueles que adquirem e gerem ativos específicos, desempenhariam atividade econômica. Nesse diapasão, a título de comparação, poder-se-ia citar a sociedade holding pura, que possui por objeto exclusivamente participar de*

---

[195] FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 209.

> *outras sociedades. Neste caso, discute-se tratar de sociedade empresária ou de sociedade simples, mas não se essa atividade é econômica ou não. A circulação de bens, a participação por si só em outras sociedades ou a administração/gestão de patrimônio são atividades econômicas.''* [196]

Quanto ao terceiro requisito, embora sua aplicação aos fundos seja inequívoca, a sua demonstração depende de uma análise mais ampla das regras atinentes aos fundos de investimento. A necessidade de compartilhamento dos ganhos e despesas não está expressa nos supracitados art. 1.368-C do Código Civil e art. 3º da Instrução CVM nº 555/14, mas, sim, na essência de um fundo de investimento, que pressupõe a distribuição dos resultados advindos das aplicações realizadas por meio dele; se assim não fosse, ninguém aplicaria qualquer montante financeiro em um fundo de investimento. A finalidade das aplicações realizadas pelos cotistas é, claramente, o retorno do capital investido originalmente, acrescido da valorização proveniente de seu uso pelo administrador e gestor, nos termos do regulamento do fundo, em benefício dos cotistas[197].

O quarto elemento constitutivo dos fundos está presente em toda e qualquer norma que trate do tema. Os fundos de investimento dependem sempre da administração e da gestão de carteira exercida por profissionais autorizados pela CVM para o desempenho dessas atividades. Nos termos do art. 78 da Instrução CVM nº 555/14, "*a administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo*". Já a gestão consiste, nos termos do parágrafo 3º do mesmo artigo, na gestão profissional dos ativos financeiros integrantes da carteira do fundo, desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteiras de valores mobiliários pela CVM, com poderes para negociar e contratar, em nome do fundo, os ativos financeiros, bem como firmar, conforme necessário, todo e qualquer contrato ou documento relativo à negociação e contratação de tais ativos.

É essa condição que cria uma necessária separação entre as figuras do administrador e do gestor e a dos detentores de cotas de emissão do fundo, garantindo que a representação deste seja feita de maneira autônoma, transparente e imparcial, mesmo quando desempenhada

---

[196] CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2012, p. 194.

[197] A referida distribuição de resultados é realizada de duas maneiras, a saber, através da amortização ou do resgate de cotas, conforme explicado no subcapítulo 2.3 deste trabalho.

por uma mesma pessoa. O administrador e o gestor são sujeitos de deveres e obrigações expressamente previstos nas normas aplicáveis, os quais não se confundem com os direitos e obrigações dos cotistas do fundo. Essa relação dicotômica, inclusive, pode ser associada à distinção entre sócio e administrador nas sociedades empresárias. Da mesma maneira, ambos os papéis podem ser exercidos pela mesma pessoa, mas representam funções completamente distintas, especialmente quando pensadas sob a perspectiva dos deveres que cada uma delas traz consigo, nos termos da lei. No entanto, não vamos aqui nos estender no estudo comparativo entre o fundo e a figura da sociedade, visto que este será o tema do qual nos ocuparemos no item subsequente.

3.1.4.4 Compatibilidade entre os Elementos Necessários para a Caracterização das Sociedades Empresárias e os Requisitos Essenciais de Formação dos Fundos de Investimento

Quando comparados os quatro elementos essenciais de toda e qualquer sociedade empresária, descritos no item 3.1.4.1, às quatro características elementares dos fundos, tratadas no item 3.1.4.2, nota-se que o fundo de investimento é evidentemente dotado de uma estrutura associativa, nos termos do art. 981 do Código Civil, embora seja nomeado, pela regulamentação aplicável, inclusive recentemente pela Medida Provisória nº 881/19 e pela Lei n° 13.874/19, como um condomínio.

Em ambas as formas jurídicas analisadas é notória (i) a necessidade de que haja a obrigação de contribuição com bens, (ii) o exercício de atividade econômica, conforme definida em seus atos constitutivos (sendo que estes dois últimos elementos trariam evidência da existência de *affectio societatis* ou de um fim comum à organização) e, por último, (iii) a obrigatoriedade na distribuição de resultados para aqueles que participam da estrutura em questão.

O quarto requisito para a existência dos fundos de investimento, o da necessidade de administração e gestão de recursos profissionais, não salta aos olhos pela simples leitura do citado art. 981, mas esta ausência não faz com que aqueles se distanciem das sociedades ou afeta, de qualquer forma, a conclusão dos dois parágrafos anteriores. Embora não seja mencionado no referido dispositivo legal, denota-se do estudo dos diferentes tipos societários refletidos no Código Civil e em leis especiais, que a figura do administrador, sócio ou não, é caracterizada como condição precípua para o desenvolvimento da atividade empresária. As

sociedades também são dotadas, assim, de uma administração e gestão independente da figura de seus sócios e as competências e deveres destes, mesmo quando exercidos por uma mesma pessoa, são distintos. Os sócios se reúnem em reunião ou assembleia e, meramente enquanto sócios, não são dotados de poderes de administração e de gestão. Já a administração e a gestão, dependendo do tipo societário, devem ou não ser exercidas pelos sócios e se referem, em linha gerais, aos atos de representação da sociedade, enquanto centro de imputação de direitos e deveres autônomo e independente da pessoa de seus sócios. São papéis completamente distintos e, assim como nos fundos de investimento, não se confundem entre si. Deve-se entender, portanto, que a pessoa que representa a sociedade em seu nome atua na administração e na gestão dela e não o faz na qualidade de sócio, mas de administrador. Da mesma forma, um cotista de um fundo e seu administrador exercem papeis diferentes, embora nada impeça que sejam a mesma pessoa. Os cotistas se reúnem em assembleia de cotistas e não têm, enquanto simples detentores de cotas, poderes de administração e representação do fundo. Como vimos acima, esses poderes são de competência do administrador e do gestor, conforme o caso, podendo tais funções serem exercidas pelo mesmo indivíduo ou não, assim como ocorre nas sociedades. Por estas razões, não identificamos qualquer incompatibilidade entre a natureza da administração profissional realizada no âmbito dos fundos de investimento e a administração de uma sociedade empresária, nos termos do Código Civil. Pelo contrário, nos parece que ambas são deveras similares.

Tendo feito essa primeira explanação no sentido de que, ao analisarmos os fundos de investimento, inevitável é a conclusão de que estaríamos diante de uma sociedade empresária, vale agora mencionar as posições exaradas por parte significativa da doutrina que analisou profundamente o tema no Brasil e que coaduna desta nossa conclusão, embora com desdobramentos um pouco distintos, conforme veremos, especialmente em relação ao tipo societário a que os fundos deveriam se enquadrar.

O primeiro a defender a ideia de que os fundos de investimento carregam um caráter associativo, tal como o das sociedades empresárias, foi Oscar Barreto Filho, em 1956. O autor se concentra, contudo, na análise da insuficiência do regime condominial para abarcar as estruturas de investimento criadas com base nos *investment trusts* e na refutação de que essas configurariam um negócio indireto sob o direito brasileiro, deixando de realizar uma análise mais profunda da teoria associativa aplicada a tais veículos. Mesmo assim, o autor chega a concluir pela possibilidade de se definir a natureza jurídica de esquemas de investimento do

tipo *investment trust* como sociedades, tendo em vista a similitude entre ambas as figuras jurídicas[198].

Peter Walter Ashton, em sua obra relativa às companhias de investimento, publicada em 1963, põe em dúvida a aplicação do regime condominial aos fundos de investimento, embora reconheça que existem certas semelhanças entre ambos. Faz, assim, a crítica à escolha do condomínio como natureza jurídica necessária dos fundos de investimento, sem se aprofundar em qual seria a melhor alternativa a tal escolha, pendendo, porém, de maneira indireta e por exclusão, para a teoria associativa[199].

Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, em 2004, ao estudar a natureza jurídica dos fundos de investimento para a elaboração de um parecer que também tratou do tema, defendeu a teoria associativa, tecendo fortes críticas à imposição do regime condominial aos fundos de investimento pelo legislador pátrio. Chegou, deste modo, à conclusão de que os fundos de investimento seriam uma espécie de sociedade sem personalidade jurídica, sendo a ela aplicáveis as regras referentes à sociedade em comum e à sociedade simples, bem como, de maneira análoga, as disposições da Lei n° 6.404/76[200].

Ricardo de Santos Freitas defende, de maneira incondicional, a teoria do regime associativo. Faz uma minuciosa e profunda análise dos elementos essenciais citados acima e aplicáveis tanto às sociedades empresárias, quanto aos fundos de investimento, concluindo que estes são, efetivamente, uma forma de expressão daquelas, uma vez que todos os referidos elementos são, conforme o disposto no art. 981 do Código Civil, comuns a ambas as estruturas. O autor analisa qual seria o tipo societário aplicável aos fundos, à luz do disposto no art. 983 do Código Civil. Conforme salientado ao final do item 3.1.4.1, o referido dispositivo legal exige que as sociedades sejam constituídas segundo um dos tipos societários regulados entre os arts. 1.039 e 1.092 do Código Civil. São ressalvadas dessa regra os tipos societários criados por leis especiais.

Na leitura do dispositivo mencionado logo acima, o citado autor constrói o raciocínio de que tal ressalva deve ser lida de maneira aberta e não restritiva (regime tipológico parcialmente aberto). Segundo ele, "*toda estrutura organizacional que venha a ser regulada*

---

[198] FILHO, Oscar Barreto. **Regime Jurídico das Sociedades de Investimento**. São Paulo: Max Limonad, 1956, p. 159 a 160.
[199] ASHTON, Peter Walter. **Companhias de Investimento**. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1963, p. 56.
[200] NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e. **Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa**. São Paulo: Malheiros Editores, 2009, p. 185 a 215.

por lei especial será considerada sociedade, desde que compreendida no conceito abstrato do art. 981, mesmo que não subsumível a nenhuma das formas societárias existentes"[201]. Por lei específica, outrossim, entende que significaria qualquer norma legal, tais como aquelas que versam sobre os fundos de investimento, emanadas da atividade regulamentar exercida pela CVM, cuja competência foi atribuída pelo Conselho Monetário Nacional – CMN, com base em lei. Assim, prossegue afirmando que a ele parece "*correto considerar que o fundo de investimento é tipo econômico dotado de forma organizativa imposta por lei especial*"[202], ou seja, vê nos fundos de investimento um tipo societário autônomo, criado por regramento específico, e que não precisa necessariamente adotar qualquer dos tipos societários previstos no Código Civil, nos termos do supracitado art. 983, visto que já configura um tipo independente e com regulação própria. Como veremos mais à frente, esta conclusão configura o principal ponto de desacordo entre os autores que posteriormente defenderam a teoria da organização associativa (por exemplo, Mário Tavernard Martins de Carvalho e Eduardo Cherez Pavia).

Ricardo de Santos Freitas, então, conclui a sua argumentação em defesa a teoria da organização associativa da seguinte forma:

> *"Se o tipo econômico fundo de investimento, em todas as suas espécies existentes na realidade jurídica, está regulado em lei especial, e o sentido jurídico de sua representação global subsume-se perfeitamente ao conceito abstrato de sociedade, tal qual estatuído no artigo 981 do Código Civil, não hesitaremos, então, em concluir que estamos diante de uma sociedade. Vale recordar que o regime tipológico parcialmente aberto adotado pelo legislador brasileiro exige tão somente que a lei especial tenha tipificado a estrutura organizativa, isto é, tenha regulado o tipo econômico em questão. Não exige que a lei especial venha expressamente referir que aquela estrutura organizativa será considerada uma sociedade, pois essa exigência é característica do regime tipológico fechado e não condiz com o quanto estatuído no artigo 983 do Código Civil."*[203]

Jorge Lobo, em artigo publicado em 2005, faz uma interessante análise acerca da natureza jurídica dos fundos de *private equity*, especificamente, mas não sem ter em mente a consagrada tese de doutoramento de Ricardo de Santos Fretas. O autor percorre uma rota parecida com a que aqui trilhamos, estabelecendo os parâmetros que distanciam os fundos de investimento em participações do condomínio civil e aqueles que os aproximam das

---

[201] FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 203.
[202] Ibidem, p. 200.
[203] Ibidem, p. 218.

sociedades empresárias. Conclui, diante desse estudo comparativo, que tais fundos, à época regulados pela Instrução CVM n° 391/03, "*são sociedades não personificadas autorizadas, pela CVM, a captar recursos de investidores qualificados por longo e predeterminado prazo de duração, para aplicação no mercado financeiro, de capitais, futuro ou outros ativos.*"[204] No entanto, não reflete sobre qual tipo societário tais fundos deveriam adotar, afirmando apenas que são sociedades não personificadas ou a elas equiparados.

Mario Tavernard Martins de Carvalho, em 2012, também em defesa da teoria societária e de sua aplicação aos fundos de investimento, identificou que tais veículos apresentam todos os elementos das sociedades e, portanto, são dotados de natureza societária. A partir daí, argumenta acerca do tipo societário a ser escolhido como mais característico da figura, discordando da aludida posição defendida por Ricardo de Santos Freitas (a do tipo autônomo, regulado por lei especial). A discordância se pauta no fato de que, segundo este autor, as normas da CVM não podem ser entendidas como se leis especiais fossem e estarem habilitadas a criar um novo tipo societário. Além disso, mesmo que fossem leis especiais, a formação de um novo tipo societário exigiria que tais leis se referissem à figura, de maneira expressa, como uma sociedade, e não como um condomínio (a exemplo do que ocorre com a Lei nº 6.404/76, que versa sobre as sociedades anônimas). Assim, apoiando-se especialmente na posição exarada por Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, conclui que o fundo é uma sociedade em comum, não personificada, e que, portanto, os bens e as dívidas que o compõem devem formar um patrimônio especial em relação ao de seus cotistas[205].

Mais recentemente, Eduardo Cherez Pavia, em 2016, alinhado com a base argumentativa apresentada acima, se mostra adepto à concepção de que os fundos de investimento são sociedades, tendo em vista o disposto no art. 981 do Código Civil. Discorda, no entanto, quanto ao tipo societário aplicável a eles, afastando-se, quer da conclusão de que o fundo seria um tipo societário independente, quer da ideia de que seria uma sociedade em comum[206]. Partindo da consideração de que há registro dos atos constitutivos do fundo na CVM e em cartório de títulos e documentos (conforme era necessário antes da entrada em vigor da Lei n° 13.874/19 e da nova redação dada ao art. 2º, I, da Instrução CVM 578/16),

---

[204] LOBO, Jorge. Fundos de *Private Equity*. In: Perin Junior, Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (Org.). **Direito Empresarial – Aspectos Atuais de Direito Empresarial Brasileiro e Comparado**. São Paulo: Método, 2005, p. 105.

[205] CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2012, p. 195 a 199.

[206] PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento – Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2016, p. 39 a 56.

argumenta o citado autor que o fundo deveria ser considerado uma sociedade simples, subordinada às regras que lhe são próprias, à luz do já mencionado arts. 983 e 986 do Código Civil, os quais determinam que a sociedade só seria regida pelas normas da sociedade em comum enquanto seus atos constitutivos não estivessem devidamente inscritos. Ademais, afirma que os arts. 988 e 990 do Código Civil, que regem as sociedades em comum, não são aplicáveis aos fundos porque estes não são dotados de patrimônio especial, mas de patrimônio em separado, e que a responsabilidade dos cotistas, embora seja ilimitada, não é solidária[207].

Com base em toda a revisão legal e doutrinária realizada acima, inclusive quanto à existência da notável compatibilidade e inquestionável subsunção entre os elementos essenciais das sociedades empresárias, com fulcro no disposto no art. 981 do Código Civil, e os atributos básicos comuns aos fundos de investimento regulados pela CVM, defendemos a teoria da organização associativa como a que melhor se adequa a tal figura, assim como suportado pelos diversos juristas mencionados.

Acreditamos, ainda, serem claras e evidentes as impropriedades e inconsistências da teoria da copropriedade quando aplicada aos fundos de investimento, especialmente se posta em comparação com o rigor e adequabilidade da teoria da organização societária que ora defendemos. Não resta dúvida, por todas as razões apresentadas, que os fundos se adaptam, de maneira muito mais fidedigna, ao regime jurídico das sociedades e se distanciam, significativamente, do instituto do condomínio, razão pela qual a própria Lei n° 13.874/19 afastou a aplicação das disposições referentes ao condomínio civil, criando a figura do condomínio especial, mas sem estabelecer qual seria o regime jurídico aplicável a essa nova figura (se de direito civil ou societário), o que ainda abre espaço para perplexidades, tanto no âmbito teórico, quanto prático, como veremos a seguir.

Tendo sido evidenciadas as razões de nossa predileção pela teoria da organização associativa, parte-se, agora, para a reflexão acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento após a promulgação da Lei n° 13.874/19, resultante da edição da Medida Provisória n° 881/19.

Até a vigência das respectivas medida e lei, estávamos inclinados a compartilhar da ideia defendida por Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Mario Tavernard Martins de Carvalho, a saber, de que, pela correta exegese das disposições do próprio Código Civil, e

---

[207] PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento – Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2016, p. 54 e 55.

no silêncio deste diploma em relação aos fundos, estes veículos deveriam se enquadrar, de imediato, no regime das sociedades em comum, não personificadas, cujos bens e dívidas formariam uma espécie de patrimônio especial em relação aos seus sócios, em conformidade com o disposto no art. 986[208] e seguintes do citado diploma. Nos oporíamos, então, à posição de Ricardo de Santos Freitas, no sentido de que os fundos formariam um tipo societário autônomo, criado por lei especial, uma vez que não consideramos as normas emitidas pela CVM como leis especiais[209]. Além disso, tampouco compartilharíamos da posição de Eduardo Cherez Pavia, que afirma que os fundos seriam sociedades simples. Para nós, os registros realizados pelo fundo não seriam aqueles que permitiriam que ele adotasse tal tipo societário (perante o registro civil de pessoas jurídicas ou as juntas comerciais). Justamente pelo contrário, tais registros, por não seguirem os ditames do próprio Código Civil, enquadrariam o fundo como sociedades em comum ou irregulares[210].

Logo, em nossa opinião, antes da entrada em vigor da Medida Provisória n° 881/19 e, subsequentemente, da Lei n° 13.874/19, os fundos de investimento deveriam ser considerados sociedades em comum, sem personalidade jurídica, e as normas expedidas pela CVM, de caráter infralegal, deveriam ser lidas em conformidade com essa interpretação. No entanto, com a vigência do recente marco regulatório, estamos agora diante de um problema de difícil transposição pela via interpretativa. Há uma lei ordinária que qualifica os fundos de investimento como um condomínio especial, embora seja inquestionável, como demonstramos, que o ente é dotado de todas as características de uma sociedade empresária, inclusive podendo ser dotado de limitação de responsabilidade e patrimônio segregado. Essa impropriedade normativa, porém, não mais se cura por interpretação, como vinha sendo feito pela doutrina citada acima, uma vez que os efeitos imediatos das alterações promovidas pelo novo diploma não podem ser desprezados. Como veremos mais à frente, o deslinde da

---

[208] "*Art. 986. Enquanto não inscritos os atos constitutivos, reger-se-á a sociedade, exceto por ações em organização, pelo disposto neste Capítulo, observadas, subsidiariamente e no que com ele forem compatíveis, as normas da sociedade simples.*"

[209] E, ainda que as entendêssemos como leis especiais, estas não dariam origem a uma sociedade para efeitos do art. 983 do Código Civil, mas, pelo contrário, formariam, por disposição expressa, um condomínio.

[210] Seus outros argumentos em prol do regime da sociedade caem por terra quanto sequer se vê cabimento no primeiro. De qualquer forma, também discordamos de sua linha argumentativa, quando afirma que os fundos não podem ser dotados de patrimônio especial e que a responsabilidade dos cotistas não é solidária. Em nossa opinião, na medida em que se constata que o fundo é uma sociedade e que se encontra em situação irregular, por não haver registro de seus atos constitutivos na Junta Comercial ou no Registro Civil de Pessoas Jurídicas, conforme o caso, o supracitado regime patrimonial e de responsabilidade é mandatório e incondicional. Não se trata de elemento caracterizador para adoção do tipo societário em comum, como se este fosse opcional e discricionário. É, na verdade, obrigação aplicável a todos aqueles envolvidos na sociedade em comum, uma vez constada a sua existência, enquanto perdurar a irregularidade.

questão depende, neste momento, de uma revisão legal e normativa por parte de nosso legislativo e pela própria CVM.

A propósito, entendemos que a reflexão aqui exposta jamais se fez tão tempestiva e pertinente, não só pelo fato de que a medida adotada pelo Poder Executivo e a lei em que se converteu trataram especificamente do tema da natureza jurídica, criando uma nova figura legal e eliminando da esfera dela o regime jurídico do condomínio em geral, mas também porque a matéria deverá ainda ser disciplinada pela CVM, nos termos do parágrafo 2º do art. 1.368-C[211], autarquia esta que tem o dever e a competência para se debruçar sobre as questões que levantamos neste trabalho.

3.2 Personalidade Jurídica, Separação Patrimonial e Limitação da Responsabilidade sob a Perspectiva da Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento

Tendo realizado o estudo pormenorizado das diferentes teorias doutrinárias acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento e constatado, ao final do subcapítulo 3.1, que a organização associativa é a que melhor lhes concerne, cabe-nos agora esmiuçar as diferentes implicações legais e práticas que a teoria associativa comporta, em comparação ao que não seria aplicável a um condomínio, com especial atenção para a inexistência de personalidade jurídica, de patrimônio em separado e de limitação de responsabilidade (estes últimos ao menos até a entrada em vigor da Medida Provisória n° 881/19 e da Lei n° 13.874/19).

Sobre os fundos de investimento, denota-se da revisão das regras a eles aplicáveis, com especial atenção àquelas editadas pela CVM, que embora utilizem do termo condomínio ao definirem a natureza jurídica do instituto, constroem um arcabouço regulatório que solidifica a noção associativa, pois confirmam a lógica de que, mesmo estando diante de um ente não personalizado, este tem a pretensão de se sujeitar a direitos e deveres, ser dotado de

[211] Entendemos que os efeitos imediatos da Lei n° 13.874/19 não devem ser desprezados, independentemente das incompatibilidades do regime condominial em relação aos fundos de investimento, do fato de persistirem os argumentos a favor da teoria associativa e dos elogios e críticas que teceremos mais à frente sobre o próprio texto do novo diploma legal. Isto porque o Código Civil foi alterado para, entre outras coisas, definir os fundos de investimento como uma comunhão de recursos, constituídas sob a forma de condomínio de natureza especial. Desta forma, até que seja estabelecido qual o regime jurídico aplicável a tal "condomínio especial", uma vez que a própria lei eliminou de seu âmbito os dispositivos aplicáveis ao condomínio voluntário, deveríamos ler os novos arts. 1.368-C a 1.368-F de maneira sistemática em relação aos demais do Código Civil, não havendo espaço, ao menos por ora, para realizarmos a interpretação extensiva que permitia caracterizar os fundos como sociedades em comum, nos termos dos arts. 981, 983 e 986 do Código Civil.

patrimônio em separado, ter denominação própria, inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ e, com a vigência da Lei n° 13.874/19, apresentar limitação de responsabilidade tanto para seus cotistas, quanto para seus prestadores de serviço, tais como o administrador e o gestor.

Todos esses aspectos, quando lidos em conjunto com outros já analisados neste trabalho, dão a entender que o fundo deveria ser considerado, teoricamente, uma sociedade empresária personalizada. Além disso, tendo em vista que, em nosso ordenamento, a existência de personalidade é um pressuposto da limitação de responsabilidade, como vimos acima, no item 3.1.4.1, entendemos que a concessão desta benesse aos fundos de investimento deveria depender de sua necessária caracterização como um ente personalizado, a exemplo do que ocorre com as sociedades.

Conforme demonstramos ao longo do Capítulo I, nos parece que essa falta de personalidade jurídica e as inconsistências que dela decorrem, frente às reais características práticas dos fundos de investimento, têm como razão, não o raciocínio teórico sobre a organização e características dos fundos, mas, pelo contrário, uma suposta incompatibilidade fiscal da natureza personalizada com a finalidade de investimento do fundo.

Desde a origem da figura no Brasil, o legislador pátrio se sentiu obrigado a não atribuir personalidade jurídica aos fundos de investimento sob o pretexto de que se a tivesse lhe concedido, o fundo configuraria um ente sujeito a uma tributação independente e, sob a ótica do investidor que nele aplica recursos, os investimentos realizados por meio do fundo seriam tributados duplamente (uma vez ao nível do fundo e outra do cotista). Em outras palavras, a fim de se evitar o problema da dupla tributação, e para que não fosse o fundo considerado, pela legislação aplicável, um centro autônomo e independente de imputação de responsabilidades fiscais, tirou-se dele a personalidade que tanto seria condizente com a sua sistemática[212].

---

[212] Sobre esta questão, Ricardo de Santos Freitas explica que: "*Parece que estamos diante de uma ficção invertida da pessoa jurídica. Para alcançar o objetivo fiscal de evitar a dupla tributação sobre uma cadeia de investimentos, cria-se a ficção de que o fundo não tem personalidade jurídica. Muito mais fácil seria reconhecer-lhe a personalidade formalmente, para evitar o turbilhão de correntes doutrinárias e consequentes discussões infindáveis sobre o assunto, muitas motivadas pela necessidade de dar soluções a problemas concretos que poderiam ser evitados, mas outras motivadas pelo mero prazer de se entreglosar, a que se referiu Comparato.*" FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 157.

Contudo, essa estrutura despersonalizada, seja de condomínio ou de sociedade em comum, manteve, até o momento presente, os cotistas responsáveis por um eventual passivo excedente que adviesse dos negócios realizados pelo fundo, pois, em não havendo personalidade jurídica, tornar-se-ia, ao menos em tese, inconcebível a existência de um patrimônio em separado e da limitação de responsabilidade daqueles que aplicam recursos no fundo em relação às obrigações contraídas em seu nome.

A delimitação da exposição de um sócio frente ao negócio desenvolvido por uma dada sociedade depende, em nosso ordenamento, da existência da ficção jurídica que chamamos de personalidade, conforme acima mencionado. Sem ela, não há barreira total que se possa impor entre as obrigações absorvidas no desenvolvimento da empresa e o patrimônio individual do empresário que a desenvolve. Essa relação dicotômica nasce, ou ao menos deveria nascer, da existência da pessoa jurídica e da adoção de um certo tipo societário que, por lei, concede aos seus sócios a graça da responsabilidade limitada.

É justamente por este viés que segue a nossa primeira crítica à Medida Provisória nº 881/19 e à Lei n° 13.874/19. A segregação patrimonial e a limitação de responsabilidade por elas criadas, embora extremamente bem-vindas, deveriam ter tido como pressuposto, conforme será melhor abordado mais à frente, a adoção de um dos tipos societários previstos no Código Civil ou da criação de um novo, observando-se as regras específicas que já disciplinam os fundos de investimento.

Partindo da premissa de que a forma societária é a que melhor cabe à estrutura de tais veículos de investimento, com fulcro nos arts. 981 e 983 do Código Civil, e do interesse em se estabelecer a segregação patrimonial e a limitação de responsabilidade daqueles que deles participam, dever-se-ia, com as supracitadas medida provisória e lei, ter atribuído aos fundos tal natureza, evidenciando o vínculo associativo e garantindo à dita figura toda a segurança jurídica que já norteia o direito societário no Brasil, quer sob a ótica doutrinária, quer jurisprudencial.

Da mesma maneira que destacamos a evidente incompatibilidade entre a teoria condominial e a realidade dos fundos, assim como fizeram outros autores, também entendemos que não há como negar que são eles dotados de todos os atributos para que, se respeitadas as regras formais específicas, passem a incorporar um dos tipos societários existentes, atribuindo-lhes, com isso, personalidade jurídica. Esta afirmação é inteiramente aceitável, haja vista ser notoriamente conhecido que os fundos visam formar um patrimônio

em separado em relação aos seus cotistas e que, com isso, configuram um centro autônomo de decisões e de imputação de deveres, obrigações, responsabilidades e direitos, como visto acima[213]. O problema fiscal de bitributação mencionado acima, por outro lado, seria facilmente resolvido ao simplesmente se transpor o mesmo regime tributário dos fundos a essa nova figura jurídica, e, ademais, não serve como justificativa para a manutenção da natureza condominial.

Parte da doutrina defende, conforme mencionamos no item 3.1.4.4, acima, que o simples fato de o fundo reunir o conjunto de capacidades para o exercício de direitos e obrigações já seria suficiente para que lhes seja reconhecida a personalidade jurídica. Nossa opinião não é de tamanha extensão, justamente porque entendemos que a personalidade jurídica e as formas societárias residem dentro de um regime tipológico fechado e não aberto. Isto é, para que uma sociedade seja dotada de personalidade jurídica, deve, então, se caracterizar como uma sociedade personificada, nos termos do Código Civil ou de legislação especial, atendendo a todos os requisitos para que tal caracterização lhe seja reconhecida pelo ordenamento jurídico pátrio, o que não ocorre com os fundos de investimento, pelas razões já expostas. Ao se adotar, portanto, posição mais conservadora frente ao regime tipológico das sociedades empresárias no direito brasileiro, a nossa defesa do tipo societário aplicado aos fundos torna-se programática, podendo, inclusive, ser considerada na análise da Lei n° 13.874/19 pela própria CVM, que a disciplinará futuramente.

Independentemente das características gerais que nos fazem defender a teoria da organização associativa, denota-se de todo o exposto até aqui que cada modalidade de fundo tem as suas particulares e pressupõe diferentes interesses quanto à necessidade de natureza jurídica e de limitação da responsabilidade de seus cotistas, da mesma maneira que cada tipo societário existente no Brasil se diferencia, em especial, pela personalização e pelo modo como é orquestrada tal limitação de responsabilidade face às obrigações contraídas na prática dos negócios sociais. É justamente por esta razão que passaremos, agora, a aplicar o estudo acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento em geral, bem como da separação patrimonial e da limitação de responsabilidade dos entes personalizados, ao universo específico dos fundos de *private equity* e *venture capital*.

---

[213] A própria Lei 13.874/ 19, ao alterar o Código Civil e acrescentar ao diploma o novo art. 1.368-F, estabeleceu que os fundos de investimento "*respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais por eles assumidas*".

3.3 O Estudo da Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento em Geral Aplicado aos Fundos de Investimento em Participações

Tendo constatado, após estudo pormenorizado da natureza jurídica dos fundos de investimento, que tais veículos são dotados de estrutura associativa, nos termos dos arts. 981 e 983 do Código Civil, e que, caso não fosse a redação da recente Medida Provisória nº 881/19 e da Lei n° 13.874/19, deveríamos classificá-los como sociedades em comum, sem personalidade jurídica e responsabilidade limitada, cabe agora aplicarmos tais constatações à realidade legal e fática dos fundos de investimento em participações, cujas principais características foram apresentadas ao longo do Capítulo II.

A fim de retomarmos as considerações feitas em tal capítulo de maneira sistematizada, relembramos que ao menos quatro aspectos atinentes aos fundos de investimento em capital de risco são de extrema importância e devem ser levados em consideração ao tratarmos especificamente de sua natureza jurídica.

O primeiro deles consiste no fato de que os fundos de investimento em participações se diferenciam dos demais especialmente pela natureza dos riscos decorrentes dos investimentos que realizam, tendo em vista que objetivam a aquisição de participações societárias ou títulos representativos de dívida de emissão de sociedades nascentes ou em desenvolvimento, o que acaba por os caracterizar, na visão dos cotistas, como investimentos de baixa liquidez, difícil previsibilidade de retorno, elevada assimetria informacional advinda das empresas investidas e longo prazo exigido para amortização ou resgate de cotas.

Um segundo aspecto consistiria no fato de que a CVM, na qualidade de autarquia reguladora do mercado de valores mobiliários nacional e reconhecendo as características mencionadas no parágrafo acima, limitou o público-alvo desses veículos de investimento aos ditos investidores qualificados, embora se saiba que, especialmente pelo conjunto de riscos avençados e pela estrutura e natureza jurídica adotadas, a maior parte dos investimentos aplicados nesses fundos provém de investidores profissionais, tais como bancos e fundos de

pensão, que detêm vasta experiência e relevante volume financeiro concentrado no mercado financeiro e de capitais, podendo, assim, fazer frente a maiores riscos em seus negócios[214].

O terceiro aspecto a ser destacado tem como norte a definição legal de fundos de investimento em participações. Estes formam uma comunhão de recursos, organizada na forma de um condomínio, sem personalidade jurídica e limitação de responsabilidade, destinada à aplicação nos ativos mencionados, com efetiva participação do fundo na gestão e no processo decisório das companhias investidas. Essa natureza jurídica, a de um condomínio despersonalizado, não adveio, como vimos nos capítulos anteriores, de uma reflexão específica acerca das características da indústria de *private equity* e *venture capital* e de comparações com as estruturas adotadas em outros países, mas da simples absorção de toda uma série de atributos legais aplicáveis a todos os demais fundos de investimento, como se o regime condominial formasse uma espécie de superestrutura sob a qual todos os veículos de investimento constituídos desta forma tivessem que aprioristicamente se subsumir, sem qualquer distinção ou análise objetiva de suas características formadoras.

O quarto e último aspecto, relacionado intimamente ao anterior, consiste no fato de que os fundos de investimento em participações, tipicamente fechados, são dotados de inúmeras características legais e práticas que os aproximam das sociedades empresárias e, consequentemente, os distanciam do condomínio civil, tais como: (i) existência de regras de captação e integralização de capital; (ii) capital dividido em cotas, as quais representam valores mobiliários, passíveis de serem transferidos ou ofertados a terceiros (publicamente, inclusive); (iii) processos decisórios e de governança corporativa internos, com a existência de assembleia de cotistas, conselhos consultivos, entre outros órgãos deliberativos; (iv) administração e gestão independentes de seus investidores; (v) documentos constitutivos de caráter estatutário, especialmente o regulamento; (vi) apresentam denominação e registro no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ; (vii) são dotados de autonomia patrimonial e

[214] Os investidores profissionais tendem a apresentar maior aptidão para arcar com eventuais perdas advindas da carteira de investimento do fundo, que, como notamos, dada a sua natureza jurídica, podem suplantar, e muito, o valor originalmente investido. Este aspecto, inclusive, gera uma certa distorção no Brasil sobre os papéis desempenhados pelos gestores e cotistas dos fundos. Como os riscos envolvidos são muito altos e não há possibilidade de se limitar a responsabilidade dos cotistas ao valor de suas cotas (ao menos enquanto a CVM não disciplinar o disposto nos novos arts. 1.368-C e 1.368-F do Código Civil), tais cotistas, utilizando de todo o seu conhecimento técnico e de mercado, acabam atuando, à revelia do gestor, diretamente na administração corriqueira da carteira do fundo, de maneira muito mais profunda e ostensiva se comparada aos padrões internacionais da indústria. Essa espécie de gestão necessária imposta aos investidores pelo binômio risco-responsabilidade ilimitada acaba por reprimir ainda mais o público-alvo dos fundos de investimento em participações no âmbito nacional, dificultando, com isso, o seu crescimento.

podem ser sujeitos de direitos, obrigações, responsabilidades e deveres (e, inclusive, outorgar garantias relacionadas aos seus negócios); (viii) podem litigar em causa própria, figurando no polo passivo e ativo de ações administrativas, judiciais e arbitrais; e (ix) podem registrar marcas em seu próprio nome no Instituto Nacional de Propriedade Intelectual – INPI.

Esses quatro aspectos nos levam a uma importante conclusão, a saber, a natureza jurídica escolhida pelo legislador e, quase que por inércia, incorporada também pelos fundos de investimento em participações, além de não se adequar corretamente às suas características básicas, não garante aos seus investidores a segurança necessária frente aos riscos advindos de sua carteira de investimentos, o que acaba por limitar, ainda mais, o público-alvo envolvido no negócio e, consequentemente, o crescimento da indústria no país.

Mesmo que considerássemos os fundos, na ausência da Medida Provisória nº 881/19 e da Lei n° 13.874/19, sociedades em comum, estas, por não revestirem a forma de uma sociedade personalizada, obrigariam a todos os seus sócios responderem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais, nos termos do art. 990 do Código Civil, o que também não resolveria o problema. Portanto, em qualquer caso, apenas a adoção de um regime societário por esses fundos, com personalidade jurídica e limitação de responsabilidade, poderia solucionar, de uma única vez, todas as dificuldades de coesão teórica e legal e de segurança prática acima citadas.

Estamos aqui a tratar de um tipo sobremaneira específico de fundo, merecedor, por esta razão, de uma natureza e um regime jurídico distintos dos demais, como se vê em outras jurisdições (conforme demonstraremos no subcapítulo 3.4, abaixo). Destinados ao investimento em empresas nascentes, emergentes ou com projetos em precoce desenvolvimento, a possibilidade de insucesso atrelada à carteira de investimento desses fundos é, por óbvio, bastante mais significativa quando comparada a de outros veículos, que aplicam seus recursos em ativos de retorno praticamente certo ou com elevado nível de certeza, como títulos de renda fixa ou dívida.

Ademais, a necessidade do fundo de ter de participar efetivamente do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência em sua política estratégica e gestão, acaba fazendo com que o fundo e, consequentemente, os seus cotistas, fiquem muito próximos das obrigações e responsabilidades assumidas pelas companhias investidas, o que aumenta consideravelmente as chances de serem eles atingidos diretamente por dívidas dessas, não apenas em caso de patrimônio líquido negativo, mas também por

responsabilização solidária no âmbito judicial, em caso, por exemplo, de desconsideração da personalidade jurídica da sociedade que recebeu o investimento do fundo.

Esse cenário de insegurança, aumentado também pela adjacência com que os fundos se posicionam diante das sociedades investidas, ao participarem efetivamente de sua gestão, acaba por contribuir para a limitação do público-alvo de tais fundos a um certo tipo muito específico de investidor (tais como os institucionais), que geralmente apresenta maior capacidade para lidar com a possibilidade de ter de arcar com prejuízos que excedam os valores aplicados, em troca da expectativa de um eventual ganho significativo advindo da carteira de investimentos e do potencial de crescimento das empresas investidas.

Aliando esse elevado nível de risco às repercussões trazidas pela natureza jurídica adotada pelos fundos de investimento em participações, percebe-se que seria de extrema valia para o crescimento do mercado de capital de risco e para a sua abertura a uma maior gama de investidores a atribuição de uma natureza jurídica societária distinta para os veículos de *private equity* e *venture capital*, que lhes outorgue personalidade, segregação patrimonial e faça com que a responsabilidade de seus cotistas seja limitada ao valor investido por cada um deles, ao adquirir cotas de sua emissão, a exemplo do que ocorre, no direito brasileiro, com as sociedades anônimas ou com as sociedades em comandita por ações.

Diante desta nossa proposta, vale frisar que a Medida Provisória nº 881/19 e a Lei n° 13.874/19 trataram especificamente dos problemas concernentes à segregação patrimonial e à limitação de responsabilidade, se esquivando, no entanto, do embaraço advindo da discussão acerca da natureza jurídica, ao simplesmente afirmar que os fundos são condomínios, mesmo sem guardar qualquer relação com o regime condominial existente em nossa legislação civil. Como veremos mais à frente, especialmente no subcapítulo 3.5, abaixo, essa opção não resolve certas questões teóricas e práticas, que decorrem da manutenção da natureza condominial, tais como aquelas atreladas ao confronto entre tal natureza e o evidente caráter associativo desses veículos de investimento, por exemplo: (i) se a relação entre cotista e fundo é de comunhão ou copropriedade direta, como se defender, neste regime, a existência de patrimônio em separado? (ii) Qual o remédio jurídico a ser utilizado em caso de fraude, desvio de finalidade ou confusão patrimonial nessa nova figura? (iii) Como se daria o poder de controle em um ente que guarda, ao mesmo tempo, uma natureza condominial e uma essência associativa? (iv) A insolvência do fundo é o melhor remédio para os casos em que o patrimônio do fundo não seja suficiente para arcar com as suas obrigações (conforme dispõem

o art. 1.368-F do Código Civil) ou seria a falência e a recuperação judicial, como ocorre com as sociedades empresárias, dada a relevante função social e econômica exercida pelos fundos atualmente, conforme mencionamos por diversas vezes neste trabalho?

Independentemente destas questões, não se deve negar que o nosso Poder Executivo, ao editar a supracitada medida, e o nosso Poder Legislativo, ao convertê-la em lei, com ajustes, foram na direção certa, pois, mesmo que tortuosamente, encontraram uma forma de garantir à CVM a possibilidade de disciplinar os novos dispositivos introduzidos no Código Civil e estender a determinados fundos de investimento a possibilidade de se limitar a responsabilidade de seus cotistas, extensão esta que, pelas razões que mencionamos acima, deve necessariamente incluir os fundos de *private equity* e *venture capital*.

Por outro lado, caso o legislador pátrio decida, no futuro, alterar a referida Lei n° 13.874/19, a fim de curar o problema da natureza jurídica e as demais questões que dela decorrem, estipulando a absorção do regime societário ao menos para aqueles fundos que forem, por determinação da CVM, dotados de patrimônio segregado e limitação de responsabilidade, são as sociedades anônimas e as sociedades em comandita por ações, em nossa opinião, as que mais se encaixam na realidade específica dos fundos de investimento em participações. Trata-se de modalidades de sociedade de capital[215], em que a *affectio societatis* entre os sócios não é significativamente relevante, e apresentam todas as demais características aplicáveis aos fundos, mencionadas logo acima. São também dotadas de personalidade jurídica, segregação patrimonial e obrigam a estipulação, em sua organização, de limitação da responsabilidade de seus acionistas ou de parte deles (no caso da sociedade em comandita), além de trazerem consigo todo o arcabouço regulatório, jurisprudencial e doutrinário aplicável, há muito tempo consolidado pelo direito brasileiro.

Afora a questão fiscal, que, conforme já mencionamos, deveria ser refletida para tais tipos societários, quando fossem constituídos como fundos de investimento, a única diferença entre tais sociedades e os veículos de investimento que ora tratamos, e que dependeriam de singela adaptação legislativa a fim de que estes sejam adequados àqueles, seria permitir que os administradores e gestores desses tipos societários possam ser pessoas jurídicas, em

---

[215] Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, sobre tais sociedades, afirma que: "*Trata-se, essencialmente, da sociedade por ações e em comandita por ações. Em casos raros, a sociedade limitada poderá ser classificada como de capitais, quando a entrada e a saída de sócios sejam absolutamente livres, segundo os termos do seu contrato social.*" – VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito Comercial**. Sociedades, Teoria Geral das Sociedades, As Sociedades em Espécie do Código Civil. v. 2. 3ª edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 71.

conformidade com o disposto na Instrução CVM n° 578/16. Deixaremos, contudo, que a ideia de uma nova proposta legislativa seja explorada apenas ao final do presente capítulo, depois de termos esgotado as nossas ponderações acerca da natureza jurídica do instituto.

Além dessa identidade com as formas societárias referidas acima, vale dizer que a existência de personalidade jurídica e limitação de responsabilidade dos cotistas nos fundos de investimento em participações tornou-se imperiosa não apenas de acordo com a nossa visão, mas também para aqueles com relevante atuação no mercado de capitais nacional. Face à Audiência Pública SDM nº 05/2015[216], a qual resultou na versão final da Instrução CVM n° 578/16, a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI, uma das maiores instituições de previdência privada do Brasil, chegou a sugerir a inclusão de dois dispositivos no texto da referida norma a fim de contemplar tais preocupações. Tais dispositivos propunham, basicamente, que os cotistas não fossem responsáveis por dívidas da companhia investida e que a sua responsabilidade por eventual patrimônio líquido negativo estaria limitada ao valor das cotas que tenham sido integralizadas, individualmente, por cada um deles, sem qualquer solidariedade. A instituição alegava que, com a referida sugestão, buscava-se mais segurança jurídica e previsibilidade aos investidores atuantes no setor de *private equity* e *venture capital*. Diante de tal solicitação, a autarquia simplesmente respondeu afirmando que a CVM não considerava a sugestão pertinente, uma vez que não possuía competência para impedir que os cotistas, no âmbito judicial, viessem a ser responsabilizados por dívidas das sociedades investidas, ainda que tal responsabilização pudesse se mostrar desproporcional.

O argumento trazido pela CVM para recusar a solicitação realizada pela PREVI baseava-se na sua falta de competência para tratar da matéria, não tendo apresentado qualquer razão de cunho material ou teórico para a recusa. Concordamos, a propósito, que não está dentro da competência legal e constitucional de uma autarquia federal a criação de tipos societários novos ou a concessão de limitação de responsabilidade a determinados entes, ao menos até a edição da Medida Provisória nº 881/19 e da Lei nº 13.874/19. Essa é uma tarefa precípua de nossos órgãos legislativos, especialmente do Congresso Nacional, que tem

[216] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Audiência Pública SDM n° 05/2015**, p. 13. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0515.html. Acesso em: 26 de março de 2019.

capacidade para legislar em matéria de lei ordinária ou complementar[217]. No entanto, embora discordemos da forma como foi feita a sugestão da PREVI, a fim de que a limitação de responsabilidade proviesse de norma infralegal, estamos, por outro lado, plenamente de acordo com a questão material refletida nos dispositivos propostos e com a afirmação de que a sua vigência traria um impacto positivo à indústria de fundos de capital de risco no país, por auxiliar na construção de um ambiente mais seguro e confiável para os seus investidores.

Além da solicitação da citada entidade de previdência, que reflete os anseios do mercado, cabe notar que esta também é a posição e pleito da reduzida doutrina existente hoje no Brasil que efetivamente se debruçou sobre a questão da natureza jurídica dos fundos de investimento em capital de risco e sobre seus desdobramentos.

Calos Martins Neto, em obra já mencionada anteriormente, conclui a sua análise da seguinte maneira:

> *"Dessa forma, entende-se que a estrutura jurídica adotada no ordenamento brasileiro para disciplinar os fundos de investimento, sobretudo os fundos de investimento em participações, não cumpre corretamente a função para a qual se destinam. A exemplo do que ocorre nos Estados Unidos com os investidores de fundos de private equity, deveria ser proporcionado ao cotista do FIP um ambiente de maior segurança, previsibilidade e limitação de responsabilidade."*[218]

Leonardo Fernandes da Matta Ribeiro, em dissertação de mestrado apresentada na Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas, sob orientação de Ary Oswaldo Mattos Filho, propugnou que:

> *"Finalizando o presente trabalho, devo reiterar que seria melhor que a importação do modelo legal do fundo de investimento fosse acompanhada de uma maior observância da estrutura e funcionamento em outros países em que o mercado incorporou ferramenta de investimento de maneira mais eficiente e eficaz. Obviamente que haveria que se realizar tal medida em conformação com o ordenamento vigente e a prática jurídica aqui verificada. Oportuno ressaltar que inevitavelmente a lei em sentido estrito poderia tratar da matéria, como dito anteriormente, o que torna ainda mais árdua a consecução de um quadro regulatório tecnicamente adequado diante das contingências nos debates parlamentares no Brasil."*[219]

---

[217] Conforme já mencionamos anteriormente, ao tratarmos da natureza jurídica dos fundos de investimento em geral, o regime aplicável às pessoas jurídicas de direito privado e às sociedades empresárias é tipológico fechado, especialmente em razão do disposto nos arts. 44 e 983 do Código Civil.

[218] MARTINS NETO, Carlos. **A Responsabilidade do Cotista de Fundo de Investimento em Participações**. São Paulo: Almedina, 2017, p. 161.

[219] MATTA RIBEIRO, Leonardo Fernandes da. **A Natureza Condominial do Fundo de Investimento em Participações – FIP e a Possibilidade de Extinção do Condomínio por Exercício do Direito Potestativo do**

Ambos os autores, assim como nós, constroem uma linha argumentativa que passa por dois pontos basilares, a saber: (i) a natureza jurídica adotada no Brasil para os fundos de investimento em participações não é a que melhor corresponde às características, interesses e necessidades do mercado de *private equity* e *venture capital*; e (ii) outros ordenamentos jurídicos foram mais bem-sucedidos na adoção de uma estrutura legal que atendesse aos desejos da indústria e, em especial, de seus investidores. Desta feita, passaremos agora a apresentar a forma de organização desses fundos não só no mercado norte-americano, mas também em outros importantes países, no intuito de demonstrar que a defesa ora feita acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento em participações, sob uma concepção associativa, com personalidade jurídica e responsabilidade limitada, não só existe em outros lugares, como reflete a formatação legal preponderante no cenário internacional.

3.4 Notas sobre Direito Comparado e a Inclinação Internacional na Adoção de um Regime Societário para os Veículos de Investimento em Capital de Risco, Limitador da Responsabilidade de seus Investidores

Passaremos, agora, a versar acerca das diferentes estruturas sobre as quais são formados os fundos de *private equity* e *venture capital* em outros países, sobretudo naqueles onde o mercado de fundos é mais pujante e desenvolvido. Demonstrar-se-á, com este estudo, que cada um deles optou por organizar seus investimentos na área mediante a utilização de um veículo concebido sob um regime de natureza societária, quase sempre dotado de personalidade jurídica, de maneira a limitar a responsabilidade de seus sócios investidores e, ao mesmo tempo, fazer com que não fosse ele considerado um centro de imputação fiscal (visto que as regras tributárias foram adaptadas para isentar tais estruturas associativas dos respectivos impostos e taxas que gerariam a dupla tributação dos ganhos realizados dentro da cadeia de investimentos).

Nossa análise se concentrará nos países que, segundo a pesquisa realizada, apresentaram maior importância econômica e financeira e demonstraram ter as mais desenvolvidas indústrias de *private equity* e *venture capital*. Não optamos, aqui, por escolher

---

Cotista. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito) – Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas – FGV, São Paulo, 2016, p. 122.

ou privilegiar especificamente aquelas localidades geográficas que melhor se adequaram à nossa tese, mas, pelo contrário, nos atentamos, de maneira isenta, àqueles mercados de maior magnitude, transparência e segurança para o tema que ora analisamos.

Desta forma, iniciaremos nosso estudo comparativo com os Estados Unidos da América, país que, como vimos no início do Capítulo II, não apenas tem a indústria de *private equity* de maior vulto e relevância atualmente, como também foi o local em que se fez nascer essa técnica de investimento coletivo, depois reproduzida por vários outros países, incluindo o nosso. Como chegamos a mencionar, ao tratarmos do surgimento da aludida figura de investimento naquele país, a estrutura que fora adotada, de maneira preponderante, para que se permitisse os investimentos em empresas de pequeno e médio porte e que serviu de modelo para o resto do mundo foi a *limited partnership*[220].

As *limited partnerships* não refletem totalmente as características de nossas sociedades por quotas de responsabilidade limitada, reguladas pelo Código Civil[221]. Aquelas são constituídas por meio de um *limited partnership agreement* (*contrato de sociedade limitada*), celebrado entre os sócios investidores (*limited partners*) e o sócio administrador (*general partner*), encarregado pela gestão do patrimônio aplicado pelos sócios investidores. Os *limited partnership agreements*, ademais, limitam a responsabilidade dos sócios investidores ao montante efetivamente investido por cada um deles. Em contrapartida, determinam que a responsabilidade do sócio administrador é ilimitada frente às obrigações assumidas pela *limited partnership*.

Vale dizer, assim, que o instituto dialoga de maneira bastante correlata com as nossas sociedades em conta de participação e sociedades em comandita por ações, haja vista que,

---

[220] Segundo Douglas J. Cumming e Sofia A. Johan, que escreveram sobre a evolução do *private equity* internacionalmente e, em especial, nos Estados Unidos da América: *"Limited partnerships are the most common form of organization of venture capital and private equity funds in the United States. Because investments in private entrepreneurial firms typically take between 2 and 7 years to bring to fruition in exit (Chapters 19 and 20), private equity limited partnerships themselves typically last for 10 years, with an option to continue for an additional 3 years to ensure the investments have been brought to fruition and the fund can be wound up (Sahlman, 1990; Gompers and Lerner, 1996, 1999a). Other countries around the world that allow limited partnership structures have likewise made use of such structures. Private equity funds operating in countries that do not allow limited partnership structures have made use of corporate forms that closely resemble limited partnerships to achieve the same results as the covenants governing limited partnerships."* – CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Sofia A. **Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective**. 2ª ed. London: Elsevier, 2014, Arquivo Kindle, l. 3212.

[221] Segundo Diogo Bernardino: "*No Brasil, não há instituto jurídico que se assemelhe às limited partnerships, sendo um grave engano associá-las às nossas sociedades por quotas de responsabilidade limitada, ao contrário do que sugere a tradução literal do termo.*" – BERNARDINO, Diogo. "Fundos de Venture Capital e Private Equity – Breve Análise Sobre Sua Evolução, Características e Importância". **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 61. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013, p. 67.

embora adote forma contratual, a exemplo das primeiras, e, ao menos no direito norte-americano, apresente personalidade jurídica própria[222], tais como as segundas, em cada uma das três figuras o sócio que exerce a administração (ostensivo, comanditado ou *general partner*) é ilimitadamente responsável pelas obrigações sociais, enquanto os sócios investidores (participante, comanditário e *limited partner*), que não são dotados de poderes de gestão, são responsáveis apenas no limite do capital aplicado na sociedade. Em tese, a falta de poderes de administração funciona como uma espécie de compensação para a limitação de responsabilidade dos sócios meramente capitalistas. Essa sistemática, como veremos, vai se repetir em cada um dos países que analisaremos nesta parte do trabalho.

Dentro do mercado norte-americano, as *limited partnerships* são geralmente constituídas no estado de Delaware, de acordo com a *Revised Uniform Limited Partnership Act* (DRULPA) [223]. Em linhas gerais, as sociedades formadas nos termos da referida lei terão personalidade jurídica separada de seus sócios, oferecerão aos seus investidores o benefício da limitação de responsabilidade, conforme já adiantamos, bem como os fluxos financeiros que por elas passarem não serão tributáveis (*flow-throug tax treatment*). Finalmente, o sócio administrador terá poderes exclusivos de gestão e será ilimitadamente responsável pelas obrigações assumidas em nome da *limited partnership*[224].

Na Inglaterra, os fundos de *private equity* também se estruturam por meio *limited partnerships*, de maneira muito semelhante aos aspectos destacados em relação ao formato norte-americano. A única grande diferença consiste no fato de que, no país europeu, as *limited partnerships* não são dotadas de personalidade jurídica (embora as escocesas, no Reino Unido, sejam), mas preservam, claro, a limitação de responsabilidade dos sócios investidores,

---

[222] Segundo Leonardo F. da Matta Ribeiro: "*também nos Estados Unidos a limited partnership é o veículo mais comum para estruturação de fundo de investimentos do tipo closed-ended. Uma grande diferença já na largada do modelo inglês é que a limited partnership estabelecida com base na lei do estado de Delaware é uma entidade com personalidade jurídica.*" – MATTA RIBEIRO, Leonardo Fernandes da. **A Natureza Condominial do Fundo de Investimento em Participações – FIP e a Possibilidade de Extinção do Condomínio por Exercício do Direito Potestativo do Cotista**. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito) – Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas – FGV, São Paulo, 2016, p. 44.

[223] ESTADOS UNIDOS. Delaware. **The Delaware Code, Revised Uniform Limited Partnership Act, § 17-101**. Disponível em: http://delcode.delaware.gov/title6/title6.pdf . Acesso em: 25 de abril de 2019.

[224] MATTA RIBEIRO, Leonardo Fernandes da. **A Natureza Condominial do Fundo de Investimento em Participações – FIP e a Possibilidade de Extinção do Condomínio por Exercício do Direito Potestativo do Cotista**. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito) – Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas – FGV, São Paulo, 2016, p. 44 e 45.

bem como a diferenciação entre *general partners* e *limited partners*. Essas figuras ainda hoje são constituídas segundo o *Limited Partnerships Act*, de 1907[225].

A França recentemente editou norma legal, a Loi n° 2015-990 du 6 août 2015[226] (conhecida como "Lei Macron"), a fim de promover uma série de medidas de estímulo econômico, dentre elas criar uma estrutura societária dentro do direito francês que abarcasse as mesmas características das *limited partnerships* inglesas e norte-americanas e fizesse com que os investidores pudessem ter acesso a um mecanismo que lhe propiciasse segurança jurídica equivalente e benefício fiscal claramente identificado[227]. Trata-se da *Société de Libre Partenariat – SLP*, disciplinada pelo art. 145 da referida lei. Embora seja um novo tipo societário, adota as regras da *societé en comandite simple*, naquilo que não for contrário às regras específicas da nova sociedade. Ou seja, também contam com a dicotomia entre classes de sócios (responsáveis ilimitadamente e limitadamente), sendo dotada de personalidade jurídica. O gestor da sociedade não tem de ser necessariamente um sócio de responsabilidade ilimitada. Por fim, do ponto de vista fiscal, são assimiladas como se fossem *fonds professionnel de capital investissement*, constituídos sob a forma de *fonds commun de placement*, sendo-lhes garantido um esquema fiscal específico, como se fundos de

---

[225] REINO UNIDO. Reino Unido. **Limited Partnerships Act 1907**. Disponível em: https://www.legislation.gov.uk/ukpga/Edw7/7/24/contents. Acesso em: 25 de abril de 2019.

[226] FRANÇA. República Francesa. **Loi n° 2015-990 du 6 août 2015**. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000030978561&categorieLien=id. Acesso em: 25 de abril de 2019.

[227] "*La création de la SLP comme nouvelle forme juridique pour la structuration d'un Fonds Professionnel Spécialisé (« FPS ») peut être une réponse apportée par le Législateur français à la concurrence européenne afin de permettre à la gestion française de s'exporter. En effet, ce nouveau véhicule vise à répondre aux principales demandes des investisseurs étrangers: disposer d'un véhicule ayant des modalités de fonctionnement proches de celles pratiquées à l'étranger, avec une sécurité juridique équivalente et, bénéficier d'un régime fiscal clairement identifié, en particulier par les autorités fiscales des investisseurs eux-mêmes. (...) La SLP se veut être un véhicule ayant des modalités de fonctionnement similaires à celles d'un limited partnership. Pour ce faire, la SLP sera placée sous le régime juridique de la société en commandite simple, structure sociétaire connue et ancienne en droit français, tout en apportant à la règlementation de ce type de société les dérogations nécessaires qui, jusqu'à maintenant, empêchaient d'avoir recours à cette forme de société. Ainsi, comme pour un partnership, la SLP comporte deux catégories d'associés : les associés commandités dont la responsabilité est illimitée et les associés commanditaires qui répondent des dettes sociales à concurrence uniquement de leurs apports (équivalent des limited partners dans unpartnership). Toute personne physique ou morale autorisée par les statuts peut être un associé commandité de la SLP. Toutefois, s'agissant d'un FIA1 – le FPS – par nature réservé aux investisseurs professionnels, les parts de commanditaires ne peuvent être souscrites que par des investisseurs professionnels ou réputés comme tels: (i) les investisseurs professionnels français ou étrangers, (ii) les personnes en charge de la gestion des actifs du FPS au sens large et (iii) tout investisseur dont la souscription est d'au moins 100.000 €.*" DECHERT LLP. **Societé de Libre Partenariat (« SLP ») « le partnership à la française »**. 2015. Disponível em: https://s3.amazonaws.com/documents.lexology.com/93ee772d-7335-4128-9644-43fab108325a.pdf. Acesso em: 25 de abril de 2019.

investimento fossem. A própria lei afirma que a nova sociedade se enquadra no regime de transparência fiscal ("*transparence fiscale*"), evitando-se, assim, a bitributação.

A próxima jurisdição que gostaríamos de apresentar, especialmente por ser reconhecida internacionalmente pela importância de seus veículos de *private equity* dentro do mercado de fundos europeu, é Luxemburgo. Trata-se, inclusive, de um dos principais domicílios para a estruturação de fundos de investimento ao redor do mundo[228]. Em 2013, a fim de adaptar a sua indústria à Diretiva do Parlamento e do Conselho nº 2011/65/UE, de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos[229], criou-se a *société en commandite spéciale*, que, da mesma forma que a recente *Société de Libre Partenariat* francesa, visou introduzir no direito luxemburguês um tipo societário que espelhasse as *limited partnerships*. Tal sociedade, criada pela Loi du 12 juillet 2013[230], também são constituídas por sócios de responsabilidade limitada e sócios de responsabilidade ilimitada, além de não os sujeitarem a qualquer cenário de dupla tributação, desde que respeitadas as condições necessárias para tanto. Por outro lado, diferentemente do modelo francês, a sociedade não institui uma personalidade jurídica diferente de seus sócios, embora tal fato não afete a sua natureza societária ou quaisquer das afirmações anteriores sobre a sua organização[231].

Na Alemanha, maior economia da Europa correntemente, as estruturas mais utilizadas para viabilizar investimentos em *private equity* e *venture capital* em nada diferem

---

[228] "*The Luxembourg legislator and tax authorities have built an environment that perfectly responds to the needs of the private equity industry. The flexibility of the limited partnership coupled with the dynamism of Luxembourg as one of the main fund domiciles makes the common limited partnership ("SCS") and special limited partnership ("SCSp") the vehicles of choice for both regulated (SIF or SICAR) and unregulated funds (whether opting in for the application of the RAIF Law or not).*" – LPEA. **Limited Partnership in Luxembourg – A Compreensive Q&A for All Practicioners**. 2018. Disponível em: https://www.lpea.lu/wp-content/uploads/2018/05/limited-partnership-2018-ld.pdf. Acesso em: 26 de abril de 2019.

[229] COMUNIDADE ECONÔMICA EUROPEIA. Parlamento e Conselho Europeu. **Diretiva do Parlamento e do Conselho nº 2011/65/UE, de 8 de junho de 2011**. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A32011L0061. Acesso em: 26 de abril de 2019.

[230] LUXEMBURGO. Grão Ducado do Luxemburgo. **Loi du 12 juillet 2013**. Disponível em: https://www.cssf.lu/fileadmin/files/Lois_reglements/Legislation/Lois/L_120713_GFIA_upd_060618.pdf. Acesso em: 14 de outubro de 2019.

[231] Nos termos da referida Loi du 12 juillet 2013: "*Art. 22-1. (1) La société en commandite spéciale est celle que contractent, pour une durée limitée ou illimitée, un ou plusieurs associés commandités indéfiniment et solidairement responsables des engagements sociaux, avec un ou plusieurs associés commanditaires qui n'engagent qu'une mise déterminée constitutive de parts d'intérêts, représentée ou non par des titres, conformément aux modalités prévues par le contrat social. (2) La société en commandite spéciale ne constitue pas une individualité juridique distincte de ses associés. Elle est soit qualifiée par une dénomination particulière, soit désignée sous une raison sociale comprenant les noms d'un ou de plusieurs associés.*"

das características mencionadas acima, formadoras das *limited partnership*[232]. Logo, também evitam qualquer cenário de dupla tributação e permitem que parte de seus sócios tenham a sua responsabilidade frente às obrigações sociais limitada ao valor de suas quotas, ressalvado que ao menos um deles deve assumir os riscos da sociedade perante terceiros sem qualquer limitação. Essas estruturas, outrossim, constituem-se sob a forma de comandita simples (*Kommanditgesellschaft)*, conforme reguladas pelo Código Comercial Alemão (*Handelsgesetzbuch*)[233], a partir de seu parágrafo 161. Neste caso, ao contrário da sociedade luxemburguesa mencionada acima, há existência de personalidade jurídica no ente criado, mantendo, como vimos, as configurações típicas desse tipo de sociedade.

Haja vista a análise exposta acima, resta claro, portanto, que as economias de maior relevância para a indústria de *private equity* e *venture capital* adotaram uma estrutura societária para seus veículos de investimento, que proporcionou aos seus participantes um universo de investimento de risco transparente e seguro, condições essenciais para o seu crescimento contínuo e exponencial. Alcançaram este fim, vale dizer, ao criarem tipos societários que refletiam os conceitos basilares das *limited partnerships* anglo-saxãs e ao permitirem que seus sistemas legal e fiscal pudessem abarcar um tipo de sociedade de investimento coletivo que, ao mesmo tempo que outorga aos seus sócios a possibilidade de limitar a sua responsabilidade diante dos negócios sociais, traz também o conforto de que a eles não será aplicável qualquer hipótese de bitributação.

Em linha com as jurisdições mencionada acima, outros países ao redor do mundo adotam essa mesma estrutura há pelo menos cerca de uma década. Estudo publicado pela European Private Equity & Venture Capital Association, em 2010, demonstrou que Finlândia, Holanda, Suécia e Suíça, entre outros, também apresentam formas societárias equivalentes às

---

[232] "*The most common legal domestic structure for PE funds is the limited partnership (Kommanditgesellschaft) (KG) with at least one general partner whose liability is unlimited. Usually, the general partner is a private limited company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) (GmbH) and the investors are the limited partners. For tax reasons, a second GmbH usually acts as a managing limited partner."* – BAUER, Andreas F.; ECKL, Petra R.; BERNAU, **Timo Patrick. Private Equity in Germany : Market and Regulatory Overview**. 2015. Disponível em: https://content.next.westlaw.com/Document/Ieb49d7ed1cb511e38578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?contextData=(sc.Default)&transitionType=Default&firstPage=true&bhcp=1. Acesso em: 26 de abril de 2019.

[233] ALEMANHA. República Federal da Alemanha. **Handelsgesetzbuch**. Disponível em: https://www.gesetze-im-internet.de/hgb/BJNR002190897.html#BJNR002190897BJNG019600300. Acesso em: 26 de abril de 2019.

limited partnerships para conceber seus veículos de investimento coletivo em capital de risco[234].

Vale notar, por fim, que mesmo jurisdições que enfrentaram inicialmente dificuldades na incorporação das *limited partnerships* ao regime jurídico existente, em razão de serem, como o Brasil, países de direito positivo, promoveram recentes transformações legislativas em seus códigos e leis comerciais, a fim de abarcar o conceito das citadas sociedades de origem anglo-saxã, caso da França e de Luxemburgo. Em relação a este último, inclusive, um dado que evidencia como o novo tipo societário se mostrou extremamente bem-sucedido, consiste no fato de que o número de *sociétés en commandite spéciale* entre abril de 2014 e julho de 2017 saltou de 123 para 1.712[235], o que certamente serve de estímulo adicional para reformularmos a estrutura condominial e de responsabilidades que baseia os nossos fundos de investimento em participações, tendo como exemplo a trajetória seguida por tais países.

3.5 A Adoção do Regime Associativo e da Limitação de Responsabilidade pelos Fundos de Investimento em Participações – A Medida Provisória n° 881/19, a Lei n° 13.874/19 e uma Nova Proposta Legislativa

Em conformidade com o exposto até aqui, em especial: (i) a total subsunção das características desses veículos de investimento às normas caracterizadoras das sociedades empresárias, com especial atenção para os arts. 981 e 983 do Código Civil, (ii) o cenário internacional contundente no sentido de atribuir natureza societária aos fundos de *private equity* e *venture capital* e de limitar a responsabilidade de seus investidores aos valores por eles investidos e (iii) a edição da Medida Provisória nº 881/19 e a sua conversão na Lei n° 13.874/19, nos sentimos na obrigação de propor, com este trabalho, um direcionamento teórico para a análise da CVM em relação à referida Lei n° 13.874/19, ao disciplinar as suas

---

[234] EUROPEAN PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. **Private Equity Fund Structures in Europe. Na EVCA Tax & Legal Committee Special Paper – June 2010**. Disponível em: https://www.investeurope.eu/uploadedfiles/home/public_and_regulatory_affairs/doc_sp_fundstructures.pdf. Acesso em: 28 de abril de 2019.

[235] "*Since its introduction into Luxembourg, the new SCSp has expanded in popularity. As an illustration 1, between April 2014 and July 2017, the number of SCSp in Luxembourg increased almost 14-fold from 123 to 1,712. This demonstrates a steady adoption of this vehicle by the market.*" – LPEA. **Limited Partnership in Luxembourg – A Compreensive Q&A for All Practicioners**. 2018. Disponível em: https://www.lpea.lu/wp-content/uploads/2018/05/limited-partnership-2018-ld.pdf. Acesso em: 26 de abril de 2019.

disposições, no exercício de sua competência para ditar normas infralegais em relação à matéria[236], e sugerir que seja adotada, conforme o caso, nova proposta legislativa, que possa superar a problemática existente no Brasil acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento em participações e as suas implicações.

A estrutura do condomínio civil, como se asseverou ao longo deste capítulo, é incompatível com a formatação não só dos fundos de investimento em participações, mas de toda a indústria de fundos em geral. Além disso, no caso dos veículos de *private equity* e *venture capital*, as implicações trazidas pela natureza condominial causam ainda mais insegurança, em vista dos elevados riscos envolvidos nos negócios e transações que constam de suas carteiras de investimento.

Há de se questionar, então, se não estaríamos diante de condições que demandam necessariamente uma reformulação do arcabouço jurídico atrelado aos fundos de capital de risco, a fim de que a nossa indústria de fundos se compatibilize com o que se encontra em outros importantes países, para que o mercado interno na área se torne mais competitivo e atrativo não só para investidores nacionais, como transnacionais.

A Medida Provisória nº 881/19 e a Lei n° 13.874/19 trouxeram, indubitavelmente, um avanço ao mercado de fundos, pois deram à CVM competência para disciplinar quais os fundos poderiam estabelecer, em seu regulamento, não somente a limitação de responsabilidade de seus cotistas, mas também a de seus prestadores de serviços, tais como o administrador e o gestor, o que deve, necessariamente, incluir os fundos de investimento em participações, como já defendemos anteriormente.

Ocorre que ambos os supracitados atos normativos mantiveram a natureza condominial dos fundos de investimento, sem personalidade jurídica, o que, além de não acompanhar as experiências internacionais, que optaram pela forma societária, sujeitam os agentes econômicos que atuam na área a uma série de incertezas, tais como:

(i) o condomínio não garante, por si só, um sistema de autonomia patrimonial e patrimônio em separado em relação aos seus condôminos; pelo contrário, há, com ele, uma presunção de confusão entre o patrimônio do fundo e o de seus cotistas, uma vez que, em razão do regime de comunhão, aquele deve ser entendido como de propriedade direta destes;

[236] Conforme parágrafo 2° do art. 1.368-C do Código Civil.

(ii) é inédito, em nosso ordenamento, a atribuição de limitação de responsabilidade a ente despersonalizado, o que pode, certamente, levar a perplexidades que terminariam na esfera judicial ou arbitral. Vale frisar, a propósito, que já houve entendimento jurisprudencial no sentido de que não há separação patrimonial ou de interesses que permita que os cotistas sejam dissociados do fundo, partindo do pressuposto de que, nesses veículos de investimento, a relação condominial não forma uma estrutura independente, mas uma mera comunhão de recursos entre seus titulares[237]. Ora, se, com esta natureza, afirmou-se a inexistência de patrimônio em separado, concluir-se-ia, pela mesma razão, a impossibilidade de criação de limitação de responsabilidade. Conforme demonstramos neste trabalho, a personalidade jurídica é elemento basilar da autonomia patrimonial e, sem patrimônio autônomo, como no caso em tela, não se limita responsabilidade, pois a pressuposta confusão entre os bens do condômino e aqueles que formam o condomínio, decorrente do regime de comunhão, por si só, impediria tal limitação. O patrimônio independente visa a proteção dos credores de uma sociedade empresária e, por outro lado, a limitação de responsabilidade propõe-se a amparar os seus sócios, que dificilmente aplicariam seu capital na atividade empresarial desenvolvida, se pudessem ter de arcar com prejuízos superiores aos valores investidos. A ausência da autonomia bloqueia, por razões lógicas, a presença da limitação, sob pena de gerar grande instabilidade e insegurança àqueles que com a ente contratem. Esta é a razão pela qual, inclusive, a nossa legislação societária sempre manteve a cautela de atrelar a benesse da limitação de responsabilidade à existência da personalidade jurídica e da total e isenta autonomia patrimonial;

(iii) o instrumento através do qual se combate o abuso da personalidade jurídica, por desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, é justamente a sua desconsideração, nos termos do art. 50 do Código Civil. Seus efeitos visam fazer com que os sócios da sociedade objeto do abuso tenham de arcar com as obrigações sociais fazendo uso de seus próprios bens, sem qualquer limitação. Quer-se, assim, por meio do instituto, desestimular o uso de sociedades como meios fraudulentos por seus sócios e

---

[237] O Tribunal Regional da Terceira Região, acerca da matéria, entendeu que: *"(...) VII. Somente sociedades - modalidade de pessoa jurídica - podem se unir fática ou juridicamente para a exploração de atividade econômica. A legislação comercial, ao descrever "controlador" e "controlada", cogita de organizações empresariais autônomas (artigo 265 da Lei n° 6.404/1976). VIII. O fundo de investimento, na medida em que não detém patrimônio próprio e retrata simples comunhão de recursos, não dispõe de estrutura apropriada. Não deixa de ser uma parcela dos interesses dos investidores.*" – BRASIL. Tribunal Regional Federal da 3ª REGIÃO. **Agravo de Instrumento 0017488-89.2013.4.03.000**, Segunda Turma, Rel. Des. Antonio Cedenho, julgado em 9.12.2014.DJU 18.12.2014.

administradores, que não poderiam mais gozar da personalidade jurídica e da limitação de responsabilidade para proteger seus bens pessoais. Ora, se fora concedida, por meio da medida provisória e subsequente lei, limitação de responsabilidade a ente despersonalizado, em caso de abuso ou desvio de finalidade do fundo por seus cotistas, qual seria o remédio a ser utilizado? Poderia um credor do fundo fazer uso do incidente de desconsideração da personalidade jurídica para um ente que não é dela dotado? A falta de resposta para estas questões ajuda a evidenciar as dificuldades que os operadores do direito enfrentarão com o texto atual da Lei n° 13.874/19 e do Código Civil, e, ademais, a incompatibilidade entre a limitação de responsabilidade em um condomínio civil, mesmo que de natureza especial;

(iv) a manutenção do regime condominial põe em dúvida a aplicação de regras concernentes ao exercício do poder de controle nos fundos de investimento em participações, que, por sua vez, traz consigo uma série de deveres, responsabilidades e garantias, tanto de ordem civil e societária, quanto concorrencial, conforme será melhor explicado no próximo capítulo desta dissertação; e

(v) face à manutenção da natureza de condomínio especial, o novo parágrafo 1º do art. 1.368-E do Código Civil determina a aplicação dos dispositivos referentes à insolvência constantes do referido diploma legal (arts. 955 a 965), para os casos em que o fundo de investimento com limitação de responsabilidade não possua patrimônio suficiente para responder por suas dívidas. A adoção de um regime societário, por outro lado, garantiria aos fundos a possibilidade de ter acesso aos procedimentos de recuperação judicial, recuperação extrajudicial e falência, previstos na Lei n° 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, o que nos parece ir ao encontro do propósito econômico e da função social que os fundos de investimento em participações exercem atualmente, ao financiarem projetos de sociedades nascentes, emergentes ou em desenvolvimento.

Todas essas faltas e imprecisões jurídicas formam a base argumentativa necessária para já propormos uma revisão da Lei n° 13.874/19. Bastaria, como vimos, que se aplicasse a teoria societária aos fundos e se ampliasse o escopo do conceito para abarcar as suas variadas modalidades. A teoria da organização associativa não só resolveria as questões relativas à personalidade jurídica, ao patrimônio em separado e à responsabilidade, como entregaria aos fundos e agentes econômicos que com eles se relacionam toda a segurança jurídica advinda do arcabouço legislativo, doutrinário e jurisprudencial consolidado em nosso ordenamento há

décadas, o qual versa sobre pontos importantes no dia a dia desses veículos de investimento, tais como, a própria desconsideração da personalidade jurídica, o poder de controle, as situações de conflito de interesses, a responsabilidade subjetiva dos administradores, entre outras.

Vale frisar, do mesmo modo, que os trabalhos mais recentes e adequados às preocupações que envolvem o tema da natureza jurídica dos fundos de investimento em participações buscaram defender, justamente, a existência de um regime societário independente para tais veículos de investimento, que lhes trouxesse as garantias, direitos e a segurança jurídica de que tratamos acima.

A correção das normas aplicáveis aos fundos, a fim de curar os defeitos da sempre citada natureza da copropriedade, foi defendida por Ricardo de Santos Freitas. Vejamos:

> *"Deveria, pois, o legislador, dar sua parcela de contribuição, eliminando da regulamentação dos fundos de investimento qualquer referência ao instituto condominial. O tema da responsabilidade por dívidas e a preocupação em evitar a incidência de dupla tributação foram os principais indutores da iniciativa de constituição de uma estrutura de investimento coletivo sob a forma de condomínio em nosso país em 1958, desencadeando um processo que levou à sua tipificação legal."*[238]

Concordamos com o referido autor, no sentido de que não existem mais motivos para que se persevere a ideia da natureza condominial em nosso ordenamento. Assim como fizeram outros países de direito positivo, os esquemas de investimento coletivo, especialmente aqueles voltados ao capital de risco, podem adotar um regime societário, baseado em estruturas já existentes, tais como as sociedades em comandita simples ou por ações, ou mesmo sociedades tipicamente de capital como as anônimas, sem que haja qualquer problema em, com uma nova legislação, resolver as questões relativas às responsabilidades dos cotistas pelas obrigações sociais e à bitributação. Alterar a Lei nº 13.874/19 e os respectivos dispositivos do Código Civil, seria, ao nosso ver, a melhor e mais rápida maneira de pôr um fim às imprecisões jurídicas e práticas que decorrem da natureza condominial, adotando-se um regime societário.

---

[238] FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 270.

Uma alternativa legislativa ao ambiente em que nos encontramos também foi sugerida, especialmente para os fundos de investimento em participações, por Carlos Martins Neto, conforme segue:

> *"Entende-se que a solução deve passar necessariamente pelo reconhecimento do fundo de investimento como espécie de pessoa jurídica com natureza própria, bem como pela instituição de uma disciplina básica comum a todos os fundos de investimento, com previsão expressa da limitação da responsabilidade dos cotistas. Para tanto, seria necessário: (i) a inclusão dos fundos de investimento no rol das pessoas jurídicas contempladas pelo artigo 44 do Código Civil; (ii) a aprovação de lei que institua a disciplina legal básica aplicável a todos os fundos de investimento e estabeleça a limitação de responsabilidade dos cotistas; revisão dos atos normativos expedidos pela CVM para fins de adequá-los à nova lei; e ajustes pontuais nas normas tributárias, a fim de garantir ao fundo de investimento 'pessoa jurídica' o mesmo tratamento tributário conferido ao fundo de investimento 'condomínio'."*[239]

A persistência das supracitadas problemáticas nascidas do regime de condomínio nos motiva a apoiar a posição exarada pelo mencionado autor e a recente prática jurídica internacional e propor a alteração da Lei n° 13.874/19 e do Código Civil, com a edição de uma nova lei ordinária, de modo a solucioná-las, trazendo mais segurança jurídica não só para o mercado de *private equity* e *venture capital* nacional, como para toda a nossa indústria de fundos de investimento[240].

A referida proposta, a ser realizada por meio de um projeto de lei, deveria ter como fim: (i) que tais fundos de investimento entrem no rol das sociedades personificadas de nosso Código Civil como um novo tipo societário independente, podendo ser utilizadas, subsidiariamente e no que não for contrário às normas específicas (inclusive as editadas pela

---

[239] MARTINS NETO, Carlos. **A Responsabilidade do Cotista de Fundo de Investimento em Participações**. São Paulo: Almedina, 2017, p. 162.

[240] Dentro do ambiente nacional, temos como bom exemplo para o que estamos propondo, pela sua evidente aceitação no Brasil, a criação, em 2011, da Empresa Individual de Responsabilidade Limitada – EIRELI, que, com a promulgação da Lei nº 12.441/11, alterou o Código Civil para aditar o seu art. 44 e incluir os arts. 980-A, disciplinando a nova figura jurídica. Esta veio a solucionar questão bastante controvertida e há muito discutida pelos comercialistas pátrios sobre a viabilidade jurídica de uma empresa unipessoal, que fosse dotada de personalidade jurídica e responsabilidade limitada. Sempre se soube que os sócios individuais, que queriam constituir sociedade dotada das referidas características legais, buscavam um segundo sócio que, na verdade, só constava do quadro societário, geralmente com apenas uma cota, para cumprir o requisito de pluralidade de sócios exigido pela lei, porém sem exercer qualquer atividade que o vinculasse aos negócios sociais. Para evitar essa obscuridade e satisfazer os anseios de quem exerce a atividade empresarial no país, fez por bem o legislador instituir a tal forma de empresa individual, hoje vista como essencial para formalizar uma situação que costuma ser feita por meio indireto e fictício. Imbuída desta acertada prática, ademais, a própria Lei nº 13.874/19 criou a possibilidade, ao incluir o parágrafo único ao art. 1.052 do Código Civil, da existência de uma sociedade de responsabilidade limitada unipessoal.

CVM), as regras aplicáveis à sociedade em comandita por ações ou às sociedades anônimas, a depender de se haverá sócios com responsabilidade ilimitada ou não; (ii) permitir expressamente que uma classe de sócios (no caso dos fundos caracterizados como sociedades em comandita) ou todos os sócios (em relação aos fundos caracterizados como sociedades anônimas) tenham sua responsabilidade frente às obrigações sociais limitada ao valor de suas respectivas cotas; (iii) determine a adaptação de todos os normativos existentes hoje sobre fundos de investimento, para que reflitam as novas disposições legais, criando prazo para que isto seja feito e para que as estruturas já existentes possam também se adequar a elas; e (iv) reformule as regras fiscais aplicáveis aos fundos de investimento, de maneira que a nova pessoa jurídica e seus sócios não estejam sujeitos a um cenário de bitributação, da mesma maneira que ocorre hoje com os fundos condominiais.

Uma alternativa, além das suscitadas acima, seria incluir os referidos dispositivos propostos, com os mesmos objetivos e características, dentro do texto dos Projetos de Lei 1.572/2011 e 487/2013, que tratam da promulgação de um novo Código Comercial e tramitam, hoje, na Câmara dos Deputados e no Senado Federal.

Essa reformulação, como dissemos, nos parece essencial não só para resolver as incompatibilidades da natureza condominial em relação aos fundos de investimento, como também, especialmente no caso dos fundos de investimento em participações, proporcionar mais segurança jurídica, transparência e previsibilidade a todos os participantes desta que, dentro de nossa economia e mercado de capitais, figura sempre como uma das principais formas de aplicação financeira dos agentes poupadores nacionais e internacionais em território nacional e, por outra lado, como um importante meio de captação alternativo para nossas empresas nascentes e em desenvolvimento.

CAPÍTULO IV

APONTAMENTOS SOBRE O PODER DE CONTROLE E A RESPONSABILIDADE DO COTISTA, DO ADMINISTRADOR E DO GESTOR NOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES À LUZ DO ESTUDO DE SUA NATUREZA JURÍDICA

Como vimos ao longo do capítulo precedente, a insistência no regime condominial pode trazer inúmeras dúvidas e insegurança àqueles que operam com os fundos de investimento em participações, inclusive porque não resolve, de maneira acertada e definitiva, questões envolvendo o exercício do poder de controle e as responsabilidades dos diferentes partícipes do fundo, sejam eles seus cotistas, administradores ou gestores, entre outros.

É, inclusive, para curar essas dificuldades teóricas e práticas, que vislumbramos ser correta a aplicação da teoria associativa para os fundos de investimento e, principalmente, para os fundos de investimento em participações, haja vista que questões como as aludidas acima já foram objeto de profundas e detalhadas análises, tanto pela doutrina, quanto pela jurisprudência, no âmbito do direito societário.

Todavia, enquanto a problemática que envolve a natureza jurídica dos fundos não é resolvida e a sugestão descrita no capítulo anterior acatada por nosso legislador, tais veículos, em nossa opinião, passarão a adotar as regras atinentes ao condomínio especial, sem personalidade jurídica, e serão, portanto, regidos pelos novos arts. 1.368-C a 1.368-F do Código Civil e, conjuntamente, pelas normas específicas editadas pela CVM. Face a este cenário, sentimo-nos na obrigação de tecer certos comentários que julgamos pertinentes à compreensão do poder de controle e da responsabilidade dos cotistas, administradores e gestores dos fundos de investimento em participações, à luz do atual quadro regulatório e da análise que fizemos sobre a sua natureza e regime jurídico. É o que passaremos a fazer daqui em diante.

4.1 O Poder de Controle nos Fundos de Investimento em Participações

Os conceitos de poder de controle e de acionista controlador, em nosso direito, foram expressamente abarcados pela Lei nº 6.404/76, em seu art. 116, o qual determina que são

acionistas controladores, no âmbito das sociedades anônimas, aqueles que: (i) sejam titulares de direito de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e (ii) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Ambos os elementos devem ser vistos de maneira cumulativa. Ou seja, não será considerado acionista controlador aquele que for titular de direitos de sócio que lhe assegurem maioria de votos, mas que não exerça efetivamente as suas prerrogativas de coordenação dos rumos das atividades da sociedade.

Este conceito se expande para todo o universo de organizações associativas em nosso ordenamento jurídico. Ou seja, sempre que se está diante de uma estrutura organizacional coletiva, dotada de um determinado fim comum, tais como as sociedades empresárias, o poder de controle daqueles que deram início a ela e que dela participam será definido de acordo com o supracitado art. 116; e, por sua vez, aquele que é detentor do poder de controle estará sujeito, obrigatoriamente, a uma série de responsabilidades e deveres específicos, atribuídos por lei e por regulamentação específica, inclusive na esfera civil, penal, tributária, trabalhista e concorrencial.

Nos fundos de investimento em geral, os cotistas, a princípio, não absorvem qualquer função empreendedora, sendo esta uma competência precípua de seu administrador e gestor. Na maioria dos casos (em especial, nos fundos abertos), os cotistas, ao realizarem seus investimentos, os enxergam como meras aplicações financeiras, jamais interagindo com qualquer aspecto da administração ou gestão do fundo que pudesse configurar seu poder de controle, mesmo quando permanecem, através de um condomínio, como responsáveis por todas as obrigações assumidas pelo fundo[241].

Nestes casos, fica clara a falta de poder de controle dos cotistas do fundo dentro da estrutura, como meros detentores de cotas de sua emissão, por lhes carecer o segundo elemento necessário à sua configuração, a saber, a utilização efetiva de seu poder para dirigir as atividades do fundo e orientar o funcionamento de seus órgãos. Assim, a simples propriedade das cotas não configura, por si só, o poder de controle de seus proprietários em

[241] Félix Ruiz Alonso, sobre o tema, chega a afirmar que diante de um fundo de investimento em geral, seus cotistas confiam plenamente na capacidade de geração de valores e na gestão exercida pelo administrador do fundo e, desta forma, não participam diretamente das decisões de investimento que comportam a sua carteira. – ALONSO, Félix Ruiz. "Os Fundos de Investimento". **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. n. 1. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1971, p. 77.

uma organização de investimento coletivo. Deve-se, também, ter evidência do exercício desse poder na direção dos negócios realizados pelo fundo, conforme visto acima.

Por outro lado, tipos específicos de fundos de investimento, tais como os próprios fundos de investimento em participações, exclusivamente fechados, cujas características, na prática, pressupõem certa ingerência e compreensão dos cotistas sobre os negócios e atividades do fundo, podem, em alguma medida e observadas determinadas situações, manifestar o poder de controle daqueles sobre este.

Haja vista os riscos atrelados a esses fundos, a necessidade destes participarem ativamente do processo decisório das sociedades investidas e a falta de limitação de responsabilidade dos cotistas frente às obrigações contraídas no âmbito dos investimentos realizados (ao menos até que a CVM regule a Lei n° 13.874/19 e os novos dispositivos do Código Civil), tenderam, os cotistas, a ocupar papel muito mais preponderante na gestão do fundo, não só nas decisões de investimento e desinvestimento, mas na própria condução dos negócios realizados junto à carteira de investimento e na maneira de influenciar a política estratégica das investidas.

Essa contundente participação dos cotistas nos negócios realizados pelo fundo se dá, muitas vezes, pela constituição de comitês de investimentos, cuja competência é estabelecida no regulamento e por deliberação de sua assembleia geral, nos termos do art. 38 da Instrução CVM nº 578/16. A existência desses órgãos internos deliberativos, ao nosso ver, poderia ou não caracterizar o poder de controle dos cotistas frente ao fundo e em detrimento da figura do gestor. A mera participação em comitês e na própria assembleia geral, para deliberar ou opinar sobre investimentos, bem como para aprovação das matérias de competência exclusiva desta, nos termos do art. 24 da referida instrução, a fim de que os cotistas tenham ciência e possam tratar de questões essenciais aos seus interesses e à manutenção organizacional e de risco do fundo, não configurariam, por si só, o controle de seus cotistas[242]. Para que este seja

---

[242] Segundo Ricardo de Santos Freitas: "*Esse campo deliberante atribuído pelo legislador à assembleia faz nascer, naturalmente, uma tensão de forças entre os cotistas da qual resulta uma estrutura de dominação, isto é, de controle. Mas o controle exercido sobre este órgão interno deliberante não representa controle sobre o fundo de investimento. As decisões diárias e efetivas do fundo são tomadas pelo administrador. A ele a lei atribui o poder-função administrativo. E, sendo o administrador, no caso do fundo, como já vimos, um ente personalizado, com centro de interesses próprios, que em geral é pessoa jurídica, e que inclusive tem faculdade legal de, sozinho, idealizá-lo, definir seu objetivo específico, conceber seu regulamento e constituí-lo (repita-se, até sem a presença de nenhum cotista), é natural que o controle interno do fundo não se funde exclusivamente na propriedade das cotas.*" – FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006, p. 223.

realmente concebido, entendemos que deveria haver, por parte dos cotistas, direta ou indiretamente, uma evidente direção da gestão da carteira do fundo e dos negócios realizados pelo veículo de investimento. No entanto, se o administrador e o gestor tiverem reais poderes para decidir sobre as atividades do fundo de maneira permanente e efetiva, seria este o detentor do poder de controle de fato e a ele deveriam ser imputadas as obrigações, responsabilidades e deveres atrelados ao exercício do controle no fundo.

Esta interpretação, a propósito, está condicionada à aplicação da teoria da organização associativa aos fundos de investimento. Diante da condominial, não haveria como se falar em poder de controle. Isto porque a noção de controle tem cabimento quando existe um ente juridicamente distinto da pessoa de seus controladores, formador de um patrimônio em separado, sobre o qual se exerce o dito controle. Sobre o regime de bens não há controle, mas simplesmente propriedade, posse e domínio. Neste caso, a detenção da coisa, seja qual for o regime de direito real, pressupõe necessariamente o controle sobre ela, o que, como vimos, não deveria ser afirmado nos fundos de investimento para todos os casos, uma vez que o titular do controle pode não ser sempre o cotista.

Trata-se, aqui, de mais um motivo de incompatibilidade entre a teoria condominial e os fundos de investimento, pois sabemos que nestas estruturas existe um patrimônio autônomo, com função específica e previamente determinada (a aptidão de produzir lucros), sobre o qual o poder de controle, assim como em qualquer sociedade, poderá ser exercido tanto dentro do corpo organizacional (controle interno – pelo gestor, administrador ou, ainda, pelos cotistas, conforme o caso), quanto externamente (por entes que não fazem parte do ente em questão, por exemplo, instituições financeiras, seguradoras etc.), à luz dos ensinamentos de Fábio Konder Comparato e de sua classificação acerca das diferentes formas de exercício desse poder nas sociedades anônimas[243].

Por conseguinte, acreditamos que a identificação do controlador nos fundos de investimento em participações deve partir da concepção de que estamos diante de uma organização associativa, utilizando, por analogia, o conceito de poder de controle previsto no art. 116 da Lei nº 6.404/76 e, ademais, a doutrina que tratou do tema no bojo do direito societário. Em segundo lugar, tal determinação deve se dar de maneira casuística (como, por sinal, ocorre nas sociedades empresárias), observando-se as características específicas de cada

---

[243] COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima.** 4ª ed. São Paulo: Editora Forense, 2005, p. 143 e segs.

veículo analisado, as quais serão verificadas tanto por meio do exame de seus documentos constitutivos, inclusive o regulamento e o acordo de cotistas, se houver, quanto do cotidiano funcionamento de seus órgãos deliberativos internos, bem como das atribuições especificamente desempenhadas pelos cotistas, administradores, gestores e outros prestadores de serviço, na coordenação das atividades e negócios desempenhados em seu nome do fundo.

4.2 Responsabilidade dos Cotistas, Administradores e Gestores

Ao considerarmos os fundos de investimento em participações como condomínios e enquanto não for devidamente regulada a matéria pela CVM, nos termos da Lei nº 13.874/19, somos obrigados a atribuir aos seus cotistas a dita responsabilidade solidária e ilimitada pelas obrigações contraídas pelo fundo, visto que a organização condominial, sozinha, impediria a concepção de qualquer separação patrimonial ou limitação de responsabilidade em relação aos ativos e passivos mantidos em comunhão.

São responsabilidades básicas dos cotistas, assim, na qualidade de titulares de cotas de emissão dos fundos, integralizá-las de acordo com os compromissos de investimento e chamadas de capital realizadas pelo administrador e pelo gestor, bem como arcar com eventuais obrigações contraídas pelo fundo que superem o valor do capital integralizado e demais ativos que constarem de sua carteira (caso este comumente conhecido como hipótese de patrimônio líquido negativo).

O próprio art. 15 da Instrução CVM nº 555/14, que se aplica subsidiariamente aos demais fundos de investimento no que suas normas específicas forem silentes (caso da Instrução CVM nº 578/16, disciplinadora dos fundos de investimento em participações), explicita que os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e na referida instrução. Acreditamos, aliás, que tal artigo será excepcionado pela CVM aos fundos que possam adotar a responsabilidade limitada, nos termos da Lei nº 13.874/19 e dos novos dispositivos introduzidos no Código Civil.

Além disso, dada a natureza dos investimentos realizados pelos fundos de investimento em participações, também serão responsáveis diretamente os cotistas por

quaisquer perdas que tiverem de ser assumidas pelo fundo na qualidade de sócio das sociedades investidas, inclusive nos casos em que tenha ocorrido abuso de poder de controle destas ou desconsideração de sua personalidade jurídica por qualquer motivo de origem civil, consumerista, trabalhista e ambiental, por exemplo.

Sobre este sistema de responsabilidades, Carlos Martins Neto, em seu estudo acerca da responsabilidade do cotista de fundos de investimento em participações, concluiu da seguinte forma:

> *"Dessa forma, estando o FIP sujeito a responsabilidades inerentes à posição de controlador de sociedade investida, seus cotistas estarão sujeitos a sofrer os efeitos de eventual responsabilidade por abuso de poder de controle, desconsideração da personalidade jurídica e, ainda, que a probabilidade possa ser considerada remota, responsabilidade tributária."*[244]

O centro de imputação direto das responsabilidades de um fundo de investimento é o cotista, especialmente em razão do fato de serem considerados condomínios. Mas isso, como já se denota da própria redação do supracitado art. 15, não prejudica o direito de regresso do cotista contra o administrador ou gestor, caso a sua perda tenha decorrido diretamente de atos praticados por tais prestadores de serviço com culpa, dolo ou inobservância dos ditames estabelecidos pelas leis aplicáveis e pelos documentos constitutivos do fundo.

Neste sentido, a Instrução CVM nº 578/16 também é expressa, ao determinar, em seu art. 33, parágrafo 5º, que "*o administrador e os demais prestadores de serviços contratados respondem perante a CVM, na esfera de suas respectivas competências, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo ou às disposições regulamentares aplicáveis*". Além disso, o novo art. 1.368-E do Código Civil estabelece que os "*fundos de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais por eles assumidas e os prestadores de serviço não respondem por essas obrigações, mas respondem pelos prejuízos que causarem quando procederem com dolo ou má-fé*".

Configura-se, assim, a responsabilidade subjetiva[245] dos administradores, gestores e demais prestadores de serviço dos fundos de investimento, inclusive dos fundos de *private*

---

[244] MARTINS NETO, Carlos. **A Responsabilidade do Cotista de Fundo de Investimento em Participações**. São Paulo: Almedina, 2017, p. 151.

[245] Ou seja, aquela que, para ser imputada, depende da demonstração de culpa, existência de dano e relação causal entre a conduta e o prejuízo causado por ela. A responsabilidade civil é, via de regra, subjetiva em nosso ordenamento jurídico, por força do disposto no art. 927 do Código Civil, que determina que aquele "*que, por ato*

equity e *venture capital*. Caso estejam ausentes os elementos de caracterização da responsabilidade subjetiva, não se configurando, assim, a conduta inadequada ou ilegal dos citados agentes, serão o fundo e os cotistas os únicos responsáveis pelos prejuízos advindos da carteira de investimentos, devendo, assim, suportar quaisquer prejuízos dela advindos, inclusive perdas decorrentes do insucesso econômico dos investimentos realizados pelo administrador e pelo gestor, sem que a estes seja atribuída qualquer responsabilidade por elas.

Essa também é a posição majoritária da doutrina pátria acerca do tema. Sheila Perricone, em artigo que versa sobre a responsabilidade dos administradores nos fundos de investimento, coaduna com a ideia acima, conforme segue:

> *"A análise sistemática das leis e normas que tratam da regulação e funcionamento dos fundos de investimento, nos leva a concluir ser subjetiva a responsabilidade de seus administradores, quer em face dos parâmetros de indicação do elemento de culpa constante das normas expedidas pelos órgãos reguladores, quer em face da ausência, em lei e naquelas normas, de expressa designação da responsabilidade objetiva. Assim, somente depois de provada a culpa do administrador, a existência do dano e o nexo de causalidade, é que surgirá o dever de reparar os prejuízos causados aos fundos que administra".*[246]

Mais recentemente, Eduardo Cherez Pavia se manifestou de maneira similar, inclusive se baseando em consolidada jurisprudência acerca do tema, ao afirmar que:

> *"A responsabilidade do administrador e do gestor de fundos perante os cotistas é, portanto, de natureza subjetiva: é necessário que haja um ato ilícito – o descumprimento de dever ou desrespeito à normas do regulamento do fundo – para que possam vir a ser responsabilizados."*[247]

---

ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo." Além disso, esclarece o parágrafo único de tal artigo que haverá responsabilidade objetiva, ou seja, aquela cuja obrigação de reparar o dano independe 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.*"

No âmbito do direito das sociedades, assim como nos fundos de investimento, também prevalece a responsabilidade subjetiva. Nos termos do art. 1.016 do Código Civil, "*os administradores respondem solidariamente perante a sociedade e os terceiros prejudicados, por culpa no desempenho de suas funções.*" Além disso, o art. 158 da Lei nº 6.404/76 determina que "*o administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder: I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; II - com violação da lei ou do estatuto.*"

Desta forma, resta claro que o regime geral de responsabilidade dos administradores em sociedades empresárias brasileiras é subjetivo e não objetivo, espelhando, de maneira perfeitamente análoga, o regime aplicável aos administradores e gestores de fundos de investimento constante da regulamentação aplicável.

[246] PERRICONE, Sheila. "Fundos de Investimento: A política de investimento e a responsabilidade dos administradores. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**. n. 11. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001, p. 100.

[247] PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento – Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2016, p. 167.

Na mesma linha, Eduardo Montenegro Dotta assim ponderou:

> *"Concluímos então, ponderados os itens que interferem e integram o debate levantado, que a natureza da responsabilidade civil dos administradores e gestores de fundos de investimento, continua sendo subjetiva, razão pela qual estes não podem ser demandados a menos que tenham agido ilicitamente em razão de conduta culposa ou dolosa."*[248]

Não acreditamos, ademais, que a Lei nº 13.874/19 alterará a posição consolidada nas regras da CVM, bem como na doutrina e na jurisprudência pátrias, acerca da responsabilidade subjetiva dos administradores e dos gestores de fundos de investimento. Pelo contrário, parece que tal ato normativo veio, acertadamente, cristalizar em lei este já difundido entendimento. O que não ocorreu, como vimos, com a responsabilidade dos cotistas, sobre a qual houve inovação em relação à compreensão geral vigente até a data de sua publicação.

Logo, de acordo com a natureza jurídica dos fundos de investimento, conforme explorada neste trabalho, a interpretação das regras aplicáveis ao tema, bem como com a doutrina mencionada acima, concluímos que, por ora e até que a CVM regule o conteúdo da Lei nº 13.874/19 e dos dispositivos recém-adicionados ao Código Civil, os cotistas continuam a responder solidária e ilimitadamente por todos os prejuízos que advierem dos negócios realizados por tais veículos de investimento, exceto no caso de ter havido qualquer ato que possa permitir a transferência de tal responsabilidade para os prestadores de serviços do fundo, em razão de culpa, dolo ou descumprimento das regras que lhe são aplicáveis no desempenho de suas funções. Nesta última hipótese, e apenas nela, aquele que atuou em nome do fundo ou que com ele se relacionou por ofício, agindo com dolo, culpa ou descumprindo lei, será obrigado a reparar os danos causados aos cotistas, mesmo que estes não tenham como consequência um eventual patrimônio líquido negativo (mas tão somente a desvalorização da carteira do fundo, sem necessidade de desembolso financeiro adicional pelos cotistas).

---

[248] DOTTA, Eduardo Montenegro. **A Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Almedina, 2018, p. 150.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

As operações de *private equity* e *venture capital* vêm desenvolvendo no Brasil, cada vez mais, o papel que lhes foi originalmente desenhado, ou seja, formam uma alternativa de captação financeira às pequenas e médias empresas, que desejam se financiar com recursos de terceiros, e, ao mesmo tempo, geram uma opção de investimento aos poupadores que querem aplicar seu capital nessas sociedades, compartilhando tanto seus possíveis ganhos elevados, quanto os latentes riscos de perda envolvidos.

As transações praticadas por tal modalidade de fundos, vale dizer, é essencial aos interesses econômicos nacionais, visto que servem como canalizadores de recursos dos mais variados investidores locais e internacionais em direção a participações societárias de emissão de empresas brasileiras nascentes ou emergentes, que costumam ficar à mercê dos escassos créditos e investimentos subsidiados por bancos públicos e demais instituições governamentais.

O elevado crescimento do número de fundos de investimento em participações no Brasil nos últimos 15 anos, a despeito dos contínuos cenários de crise econômica, evidencia o sucesso desse sistema de investimento coletivo em capital de risco, decorrente tanto dos sólidos resultados positivos que traz aos investidores que nele aplicam, quanto dos benefícios concedidos aos entes captadores, que enxergam nessas estruturas uma interessante alternativa ao mercado de crédito tradicional.

Um dos pontos elementares atinentes ao aumento da importância dos fundos de investimento em participações no Brasil, e que trouxe um contorno sistemático ao presente trabalho e à pesquisa dele decorrente, consiste na concentração da competência regulamentar dos fundos de investimento, de uma forma geral, sob a égide da CVM. Com isso, estudar os aspectos jurídicos atinentes aos fundos de investimento dependeu, em grande parte, da análise da atividade regulatória e tutelar desempenhada pela CVM durante as últimas décadas, análise esta que buscamos realizar, com profundidade, ao longo de toda a dissertação.

Ocorre que esse desenvolvimento normativo, capitaneado pela CVM e que deu origem, inclusive, às modernas Instruções CVM n° 555/14 e n° 578/16, não exauriu por completo as demandas que esse aprimorado mercado apresenta, assim como não resolveu a

principal problemática que envolve os fundos de investimento em participações atualmente no Brasil, a saber, as dificuldades decorrentes de sua natureza condominial, bem como de sua falta de personalidade jurídica e de limitação de responsabilidade.

Ao analisarmos a regulamentação atual sobre os fundos de investimentos em geral, notamos que o legislador pátrio, ao especificar qual natureza aplicar-se-ia aos fundos de investimento, optou pela condominial e, consequentemente, não societária. Esse também é o regime adotado pelos fundos de investimento em participações, em linha com todas as outras modalidades de fundos existentes no ordenamento jurídico brasileiro. Como foi demonstrado no Capítulo I, quando relatamos a evolução histórica nacional e internacional que resultou no abrigo do instituto pelo direito brasileiro, concluímos que tal natureza não decorreu especificamente de uma profunda reflexão acerca do regime jurídico de tais veículos de investimento, mas teve sua origem atrelada a aspectos práticos e fiscais, perseverados desde o surgimento dos fundos de investimento no Brasil, há seis décadas.

Concluímos, então, depois de profunda análise do tema, com base nas principais obras doutrinárias acerca do assunto, no arcabouço legislativo e regulatório atual, bem como na análise de leis e escritos provindos de outras jurisdições, que, embora apresentem certos aspectos concernentes à dita natureza condominial, faltam aos referidos fundos de investimento e, em especial, aos fundos de capital de risco, requisitos essenciais à organização condominial, nos termos de nosso Código Civil e, por outro lado, lhes sobram características típicas das sociedades empresárias brasileiras.

Além disso, haja vista os princípios e características específicas dos fundos de investimento em participações, abordadas no Capítulo II, constatamos que a natureza escolhida por nosso legislador, bem como a falta de segregação patrimonial e de limitação de responsabilidade, trazem àqueles que participam da indústria uma grande insegurança jurídica, o que fica ainda mais notável quando essa estrutura é comparada às de natureza associativa, dotadas de responsabilidade limitada, existentes nos principais mercados de *private equity* e *venture capital* ao redor do mundo, como vimos ao final do Capítulo III.

Diante destes fatos, a recente Medida Provisória n° 881/19 e a resultante Lei nº 13.874/19, sobre as quais nos debruçamos por diversas vezes neste trabalho, acertadamente visaram resolver ao menos uma dessas dificuldades, estabelecendo a possibilidade de limitação da responsabilidade dos cotistas de fundos de investimento ao valor de suas cotas, o que ainda depende de regulação específica da CVM. Porém, os supracitados atos normativos,

infelizmente, não tocaram nos embaraços que decorrem de sua natureza e da falta de personalidade jurídica.

Com isso, importantes questões teóricas, com evidentes implicações práticas, deixaram de ser resolvidas com o recente marco regulatório. Ao se preservar a natureza condominial, permanecem as incertezas quanto à existência de segregação patrimonial e limitação de responsabilidade, visto que, conforme demonstramos, são incompatíveis com a noção de copropriedade. Em nossa opinião, e conforme explicado no Capítulo III, a personalização de um ente é, em nosso direito, um pressuposto para a criação de patrimônio em separado, que justificaria, por sua vez, a dita limitação de responsabilidade daqueles que neles investem capital, como ocorre com as sociedades personificadas. Conceder limitação de responsabilidade, sem antes tomar os devidos cuidados para que a natureza jurídica do ente possa conceber a ideia de independência patrimonial e a personalidade distinta, não obstante alcance o mesmo fim que buscamos com este trabalho, não é o meio que nos parece legalmente adequado e poderá trazer, por conseguinte, uma série de incertezas, a serem discutidas judicialmente, especialmente sobre a extensão da referida limitação em um sistema pautado na comunhão e sobre os eventuais remédios que poderiam ser utilizados diante da hipótese de abuso da referida limitação, na ausência de personalidade jurídica.

Além disso, a falta de natureza associativa expressa em lei também traz perplexidade quanto ao exercício do poder de controle nos fundos de investimento e à aplicação das regras de insolvência ao patrimônio do fundo que terá a responsabilidade de seus cotistas limitada, sem contar o fato de que, ao se aplicar tais regras, conforme dispostas nos art. 955 a 965 do Código Civil, automaticamente tais fundos estariam obrigados, a despeito da função econômica e social que exercem, a abrirem mão dos procedimentos de recuperação judicial e extrajudicial e de falência, os quais só são aplicáveis às sociedades empresárias.

Logicamente, as incongruências apontadas sobre a teoria condominial e os elementos positivos em favor da societária deveriam ser levados em consideração, no estudo crítico da nova lei, pela CVM e por todos os envolvidos neste mercado, a fim de que se possa alcançar, com a existência dos normativos que serão editados pela CVM para a regular, a configuração jurídica mais adequada e segura aos fundos de investimento. É, inclusive, com esse propósito que, mais do que nunca, os trabalhos acadêmicos na área deveriam, em conjunto com o nosso, visar a elucidação das questões supracitadas, de maneira a suportar uma discussão ampla e

profunda sobre o texto atual do Código Civil e as suas eventuais implicações jurídicas e práticas.

Justamente por tais razões, coube a nós, com este trabalho, reunir os fundamentos necessários para que se propicie a alteração do ordenamento jurídico atual a fim de que seja contemplada as reais necessidades da indústria de *private equity* e *venture capital*, inclusive face às importantes funções que ela exerce em nossa economia, tarefa esta que, como falamos, foi traçada ao longo dos Capítulos III e IV.

Haja vista que a teoria que melhor abarca a natureza jurídica desses veículos de investimento coletivo e que, como vimos, soluciona, de uma vez por todas, as maiores preocupações do mercado de fundos de capital de risco neste país, é a societária, propusemos, mediante a adoção de um novo marco regulatório, que: (i) tais fundos de investimento entrem no rol das sociedades personificadas de nosso Código Civil como um novo tipo societário independente, baseado nas sociedades anônimas e em comanditas por ações; (ii) seja permitido expressamente que os cotistas, ou parte deles, tenham sua responsabilidade frente às obrigações do fundo limitada ao valor de suas respectivas cotas; (iii) sejam adaptadas as normas existentes, tanto no âmbito da CVM, quanto em matéria fiscal, a fim de refletir o acima e preservar os benefícios e isenções hoje aplicáveis aos fundos de investimento em participações.

Vale frisar, ainda, que as alterações à Lei nº 13.874/19, ao Código Civil e a alternativa de uma proposta de lei, conforme aqui exploradas, visam promover a teoria da organização associativa no campo desses fundos de investimento, de maneira a criar um sistema de responsabilidades sólido e eficaz, que venha a alterar o atual regime aplicável aos cotistas, causador, como vimos, de distorções e inseguranças no âmbito dos negócios de *private equity* e *venture capital*. Entendemos que seria esta a forma mais segura de se garantir a limitação de responsabilidade aos cotistas dos fundos, isto é, com a configuração de uma sociedade, com personalidade jurídica, capital social e patrimônio em separado em relação a seus sócios.

Entretanto, durante o tempo em que a reforma legislativa que sugerimos não é proposta e aceita por nossos legisladores, defendemos que a CVM, ao regulamentar a Lei nº 13.874/19, por todas as razões por nós avençadas, inclua os fundos de investimento em participações no rol de modalidades sob o qual será admitida a segregação patrimonial e a limitação de responsabilidade e, outrossim, esclareça, ao menos para os fins do exercício do

poder de controle dos fundos e dos casos de abuso, fraude ou confusão patrimonial com o uso da estrutura, que os fundos constituídos como condomínios especiais são, efetivamente, dotados de estrutura associativa, para os quais se aplicarão regras semelhantes ao exercício do poder de controle e à desconsideração de personalidade jurídica, tais como aquelas atualmente atinentes às sociedades empresárias.

A proposta tem como fim a ampliação, segurança e o desenvolvimento da indústria de *private equity* e *venture capital* nacional, haja vista o fundamental papel que ela ocupa no mercado de capitais como um todo, ao promover e capitalizar empresas que buscam o crescimento econômico-financeiro, através da ampliação de projetos e modelos de negócio inovadores, que, na maior parte das vezes, envolvem pesquisa e desenvolvimento para os setores mais importantes de nossa economia.

Acreditamos que o estudo que fizemos servirá de estímulo para que a CVM, como autarquia reguladora do mercado de capitais, assim como todos os demais que se interessem pela matéria, possam, sob os argumentos que traçamos, adotar iniciativas em prol de uma nova natureza e organização legal para os fundos de investimento em participações, a fim de que se cure o cenário de incerteza existente acerca do instituto, levando a nossa indústria de *private equity* e *venture capital* a deter a segurança jurídica necessária para atrair, cada vez mais, investidores nacionais e internacionais.

Quanto mais seguras e juridicamente coesas forem as alternativas e estruturas de investimento e captação de nosso mercado de capitais, sobretudo aquelas que destinam capital para empresas que carecem de financiamento através dos métodos tradicionais do mercado financeiro, mais estímulo haverá para que os recursos cheguem a elas efetivamente, formando, assim, um ecossistema gerador de desenvolvimento econômico, tecnológico e produtivo, tão essencial para um país que pretende permanecer em rota contínua de expansão e crescimento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRÃO, Carlos Henrique. O Papel dos Fundos de Investimento na Recuperação Judicial. **Revista de Direito Recuperacional e Empresa**. n. 5. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017.

AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado de. Aspectos dos Fundos de Investimento. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luis Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Org.). **Estudos jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha**. v. 3. Ribeirão Preto, SP: Migalhas, 2012.

ALEMANHA. República Federal da Alemanha. **Handelsgesetzbuch**. Disponível em: https://www.gesetze-im-internet.de/hgb/BJNR002190897.html#BJNR002190897BJNG019600300. Acesso em: 26 de abril de 2019.

ALONSO, Félix Ruiz. Os Fundos de Investimento. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. n. 1. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1971

ALVES DA SILVA, Rodrigo. Os Fundos de Investimento Financeiro à Luz do Código de Defesa do Consumidor. A Proteção Jurídica do Investidor. **Revista de Direito Privado**. n. 17. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004.

ANAN JR., Pedro (Coord.). Imposto de Renda Pessoa Jurídica. Rachel Katlauskas Muraro, **Tributação do Mercado Financeiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

ANBIMA. **Análise Prévia de Ofertas Públicas**. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/servicos/analise-previa-de-ofertas-publicas.htm. Acesso em: 4 de abril de 2019.

_____. **Consolidado Histórico dos Fundos de Investimento**. 2019. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm. Acesso em: 22 de janeiro de 2019.

_____. **FIP e FIEE**. Disponível em: http://www.anbima.com.br/pt_br/autorregular/codigos/fip-e-fiee.htm. Acesso em: 4 de abril de 2019.

ANTE, Spencer E. **Creative Capital – George Doriot and the Birth of the Venture Capital.** Boston: Harvard Business Press, 2008, Arquivo Kindle.

ASHTON, Peter Walter. **Companhias de Investimento**. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1963.

ASSUMPÇÃO ALVES, Alexandre Ferreira; TAVARES BORBA, Rodrigo Rabelo. Alienação Fiduciária de Ações em Garantia de Opção de Venda de Ações (Put Option): Uma Proposta de Mecanismo de Liquidez para Fundos de Investimento em Participação Acionária. **Revista de Direito Empresarial**. n. 16. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

BATISTA, Carlos Henrique. A Aplicação do Código de Defesa do Consumidor na Proteção dos Investidores de Fundos de Investimento, de Acordo com a Jurisprudência do STJ. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 74. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

BAUER, Andreas F.; ECKL, Petra R.; BERNAU, **Timo Patrick. Private Equity in Germany : Market and Regulatory Overview**. 2015. Disponível em: https://content.next.westlaw.com/Document/Ieb49d7ed1cb511e38578f7ccc38dcbee/View/FullText.html?contextData=(sc.Default)&transitionType=Default&firstPage=true&bhcp=1. Acesso em: 26 de abril de 2019.

BERLE JR, Adolf A.; MEANS, Gardiner, C. **The Modern Corporation and Private Property**: New York: The Macmillan Company, 1993.

BERNARDINO, Diogo. “Fundos de Venture Capital e Private Equity – Breve Análise Sobre Sua Evolução, Características e Importância”. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 61. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013.

BM&F BOVESPA. **Formador de Mercado**. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/formador-de-mercado/como-funciona/. Acesso em: 3 de abril de 2019.

BNDES. **A Economia Brasileira: Conquistas dos últimos 10 Anos e Perspectivas para o Futuro**. 2012. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Galerias/Convivencia/Publicacoes/Consulta_Expressa/Tipo/BNDES_Setorial/201210_1.html. Acesso em: 14 de outubro de 2019.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 8. ed. Rio de Janeiro, 2003.

BRANDÃO DA VEIGA, Alexandre. **Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário.** Coimbra: Almedina, 1999.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação CVM nº 461, de 22 de julho de 2003**. Dispõe sobre o novo conceito de valor mobiliário e sua aplicação aos fundos de investimento. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0400/deli461.html. Acesso em: 9 de março de 2019.

_____. **Edital de Audiência Pública SDM n° 05/2015 – Processo CVM RJ-2012-10107**, Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0515.html. Acesso em: 26 de março de 2019.

_____. **Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst391.html. Acesso em: 25 de março de 2019.

_____. **Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html. Acesso em: 1° de abril de 2019.

_____. **Instrução CVM nº 406, de 27 de abril de 2004**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações que obtenham apoio financeiro de organismos de fomento. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst406.html. Acesso em: 31 de março de 2019.

_____. **Instrução CVM nº 460, de 10 de outubro de 2007**. Dispõe sobre os Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura e altera a Instrução CVM nº 406/04. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst460.html. Acesso em: 30 de março de 2019.

_____. **Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009**. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível

em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html. Acesso em: 1° de abril de 2019.

_____. **Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html. Acesso em: 26 de março de 2019.

_____. **Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html. Acesso em: 25 de março de 2019.

_____. **Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015**. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst558.html. Acesso em: 2 de abril de 2019.

_____. **Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html. Acesso em: 25 de março de 2019.

_____. **Instrução CVM nº 579, de 30 de agosto de 2016**. Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst579.html. Acesso em: 25 de março de 2019.

_____. **Ofício-Circular nº 2/2017/SIN/CVM**, de 5 de junho de 2017. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-0217.html. Acesso em: 1º de abril de 2019.

_____. **Processo CVM n° RJ 2005/2345**. Colegiado. Rel. Presidente Marcelo Fernandez Trindade. julg. em 21 de fevereiro de 2006.

_____. **Processo Administrativo CVM nº 19957.003689/2017-18**. Colegiado. Rel. Diretor Pablo Renteria. julg. em 30 de outubro de 2018.

_____. **Publicada a Lei da Liberdade Econômica**. 2019. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190923-3.html. Acesso em: 15 de outubro de 2019.

_____. **Relatório de Audiência Pública SDM n° 05/2015**, p. 4 e 5. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0515.html. Acesso em: 26 de março de 2019.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Portaria n° 309, de 30 de novembro de 1959**. Regula a constituição, o funcionamento e as atribuições das sociedades de crédito, financiamento e das de investimento e institui regime de fiscalização. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/acordos_e_convenios/Portaria_MF_309-1959.pdf. Acesso em: 8 de março de 2019.

BRASIL. Receita Federal do Brasil. **Instrução Normativa RFB n° 1.585**, de 31 de agosto de 2015. Dispõe sobre o imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos nos mercados financeiro e de capitais. Disponível em:

http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto=67494&visao=anotado. Acesso em: 29 de abril de 2019.

BRASIL. República Federativa do Brasil. **Decreto-Lei nº 1.376, de 12 de dezembro de 1974**. Dispõe sobre a criação de Fundos de Investimento, altera a Legislação do Imposto sobre a Renda relativa a incentivos fiscais, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del1376.htm. Acesso em: 9 de março de 2019.

_____. **EMI nº 00083/2019 ME AGU MJSP**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/_Ato2019-2022/2019/Exm/Exm-MP-881-19.pdf. Acesso em: 29 de julho de 2019.

_____. **Lei nº 3.470, de 28 de novembro de 1958**. Altera a legislação do Imposto de Renda, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LeIs/L3470.htm. Acesso em: 8 de março de 2019.

_____. **Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 9 de março de 2019.

_____. **Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965**. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm. Acesso em: 9 de março de 2019.

_____. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 9 de março de 2019.

_____. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedade por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm. Acesso em: 9 de abril de 2019.

_____. **Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993**. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8668.htm. Acesso em: 9 de abril de 2019.

_____. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm. Acesso em: 9 de abril de 2019.

_____. **Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006**. Reduz a zero as alíquotas do imposto de renda e da Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira - CPMF nos casos que especifica; altera a Lei no 9.311, de 24 de outubro de 1996; e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2006/Lei/L11312.htm. Acesso em: 29 de abril de 2019.

_____. **Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007**. Institui o Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) e o Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I), e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11478.htm. Acesso em: 31 de março de 2019.

_____. **Lei n° 13.874, de 20 de setembro de 2019**. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis n°s 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de

dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei nº 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada nº 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2019/Lei/L13874.htm#art7. Acesso em: 2 de outubro de 2019.

_____. **Medida Provisória nº 881, de 30 de abril de 2019**. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, estabelece garantias de livre mercado, análise de impacto regulatório, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/Mpv/mpv881.htm. Acesso em: 3 de maio de 2019.

BRASIL. República Federativa do Brasil. **Parecer (CN) n° 1, de 2009**. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1782157&filename=PAR+1+MPV88119+%3D%3E+MPV+881/2019. Acesso em: 29 de julho de 2019.

BRASIL. Tribunal Regional Federal da 3ª REGIÃO. **Agravo de Instrumento 0017488-89.2013.4.03.000**, Segunda Turma, Rel. Des. Antonio Cedenho, julgado em 9.12.2014.DJU 18.12.2014.

BULGARELLI, Waldírio. **Sociedades Comerciais.** 6. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

BULLOCK, Hugh. **The Story of Investment Companies.** New York City: Columbia University Press, 1959.

CAPITAL ABERTO. **Diferenças entre FMIEE e FIP**. 2010. Disponível em: https://capitalaberto.com.br/boletins/diferencas-entre-fmiee-e-fip/. Acesso em: 18 de março de 2019.

CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. A Efetividade dos Acordos de Quotistas de Sociedades Limitadas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 83. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019.

_____. *Equity Crowdfunding*: Regime Jurídico e sua Nova Regulamentação. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 78. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2012.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei das S.A.** v. 2. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

CASTELLANOS PFEIFFER, Roberto Augusto. Aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos Administradores de Fundos de Investimentos. **Revista de Direito do Consumidor**. n. 61. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. v. 2. 9ª edição. São Paulo: Saraiva, 2006.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima.** 4ª ed. São Paulo: Editora Forense, 2005.

COMUNIDADE ECONÔMICA EUROPEIA. Conselho das Comunidades Europeias. **Diretiva 85/611/CEE do Conselho, de 20 de dezembro de 1985**. Disponível em: https://eur-

lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX:31985L0611. Acesso em: 28 de fevereiro de 2019.

COMUNIDADE ECONÔMICA EUROPEIA. Parlamento Europeu e Conselho Europeu. **Diretiva do Conselho nº 2009/65/CE, de 13 de julho de 2009.** Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0065&from=SL. Acesso em: 28 de fevereiro de 2019.

_____.

Diretiva do Parlamento e do Conselho nº 2011/65/UE, de 8 de junho de 2011. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=celex%3A32011L0061. Acesso em: 26 de abril de 2019.

CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Sofia A. **Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective**. 2ª ed. London: Elsevier, 2014, Arquivo Kindle.

DECHERT LLP. **Societé de Libre Partenariat (« SLP ») « le partnership à la française »**. 2015. Disponível em: https://s3.amazonaws.com/documents.lexology.com/93ee772d-7335-4128-9644-43fab108325a.pdf. Acesso em: 25 de abril de 2019.

DOTTA, Eduardo Montenegro. **A Responsabilidade Civil dos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento**. São Paulo: Almedina, 2018.

DUFLOTH, Rodrigo. **A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017.

ESTADOS UNIDOS. Delaware. **The Delaware Code, Revised Uniform Limited Partnership Act, § 17-101**. Disponível em: http://delcode.delaware.gov/title6/title6.pdf . Acesso em: 25 de abril de 2019.

ESTADOS UNIDOS. Estado Unidos da América. **Investment Company Act of 1940**. Disponível em: http://legcounsel.house.gov/Comps/Investment%20Company%20Act%20Of%201940.pdf. Acesso em: 27 de fevereiro de 2019.

_____. **Small Business Investment Act of 1958**. Disponível em: https://www.sba.gov/sites/default/files/Small%20Business%20Investment%20Act%20of%201958_0.pdf. Acesso em: 5 de setembro de 2019.

ESTADOS UNIDOS. U.S. Securities and Exchange Commission - SEC. **The laws that govern the securities industry**. Disponível em: https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html#invcoact1940. Acesso em: 27 de fevereiro de 2019.

EIZIRIK, Nelson (Coord.). **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EUROPEAN PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. **Private Equity Fund Structures in Europe. Na EVCA Tax & Legal Committee Special Paper – June 2010**. Disponível em: https://www.investeurope.eu/uploadedfiles/home/public_and_regulatory_affairs/doc_sp_fundstructures.pdf. Acesso em: 28 de abril de 2019.

FILHO, Oscar Barreto. **Regime Jurídico das Sociedades de Investimento**. São Paulo: Max Limonad, 1956.

FOLHA DE SÃO PAULO. **Fundos de investimento têm maior captação para janeiro em 4 anos**. Disponível em: http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/02/1856914-fundos-de-investimento-tem-maior-captacao-para-janeiro-em-4-anos.shtml. Acesso em: 16 de março de 2017.

FINKELSTEIN, Cláudio. O Trust e o Direito Brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 72. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia. **Manual de Direito Empresarial**. 8ª edição. São Paulo: Atlas, 2016.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 20ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2015.

FRANÇA. República Francesa. **Loi n° 2015-990 du 6 août 2015**. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000030978561&categorieLien=id. Acesso em: 25 de abril de 2019.

FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Anuário da Indústria de Fundos**. Disponível em: http://cef.fgv.br/anuario/. Acesso em: 16 de março de 2017.

GAGGINI, Fernando Schwarz. **Fundos de Investimento no Direito Brasileiro**. São Paulo: Liv. Ed. Universitária de Direito, 2001.

GOMES, Orlando. **Direitos Reais**. 14ª edição. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1999.

GP INVESTMENTS. **História**. Disponível em: http://www.gp-investments.com/history/?lang=pt-br. Acesso em: 15 de maio de 2019.

HUDSON, Matthew. **Funds: Privat Equity, Hedge and All Core Structures**. Croydon: Wiley, 2014.

LAW, Thomas. Comentários Acerca dos Fundos de Investimento em Participações (FIP) e do Aspecto Tributário com Base na Medida Provisória 806/2017. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 79. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

LOBO, Jorge. Fundos de *Private Equity*. **Direito Empresarial – Aspectos Atuais de Direito Empresarial Brasileiro e Comparado**. São Paulo: Método, 2005.

LOPES, Mauro Brandão. **A sociedade em conta de participação.** São Paulo: Saraiva, 1990.

LPEA. **Limited Partnership in Luxembourg – A Compreensive Q&A for All Practicioners**. 2018. Disponível em: https://www.lpea.lu/wp-content/uploads/2018/05/limited-partnership-2018-ld.pdf. Acesso em: 26 de abril de 2019.

LUCIANO, Andrea. Proposta da Diretiva Europeia sobre os Gestores dos Fundos de Investimento Alternativos. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 48. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

LUXEMBURGO. Grão Ducado do Luxemburgo. **Loi du 12 juillet 2013**. Disponível em: https://www.cssf.lu/fileadmin/files/Lois_reglements/Legislation/Lois/L_120713_GFIA_upd_060618.pdf. Acesso em: 14 de outubro de 2019.

MAGALHÃES SANTOS, Bruno Droghetti. Gestor, Grupo Econômico e Fundos de Investimento: Reflexões Sobre a Resolução CADE 2/2012. **Revista do IBRAC – Direito da Concorrência, Consumo e Comércio Internacional**. n. 23. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013.

MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial.** 40ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

MARTINS NETO, Carlos. **A Responsabilidade do Cotista de Fundo de Investimento em Participações**. São Paulo: Almedina, 2017.

MATTA RIBEIRO, Leonardo Fernandes da. **A Natureza Condominial do Fundo de Investimento em Participações – FIP e a Possibilidade de Extinção do Condomínio por Exercício do Direito Potestativo do Cotista**. Dissertação (Mestrado Profissional em Direito) – Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas – FGV, São Paulo, 2016.

MIRANDA DE SOUSA, Sergio Henrique. **Capital Empreendedor – Venture Capital e Private Equity – Capital de Risco**. Curitiba: Juruá Editora, 2008.

MIRANDA, Pontes. **Tratado de Direito Privado**. v. 11. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984.

_____. **Tratado de Direito Privado**. v. 51. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984.

MONTEIRO, Rogério. Responsabilidade do Administrador de Fundos de Investimento. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 30. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

MORAES, Luiza Rangel de. O Papel dos Fundos de Investimento na Recuperação Judicial de Empresas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 37. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

NAKAMURA, Edson Takeshi. Poder de Controle no Fundo de Private Equity e seu Reconhecimento pelo Direito da Concorrência. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 82. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

NETO, Eduardo Salomão. **O Trust e o Direito Brasileiro**. São Paulo: Trevisan Editora, 2016.

NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e. **Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa**. São Paulo: Malheiros Editores, 2009.

_____; VON ADAMEK, Marcelo Viana. *Affectio Societatis*: Um Conceito Jurídico Superado no Moderno Direito Societário pelo Conceito de Fim Social. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. n. 149/150. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

PAJISTE, Bernard. **Investimentos.** 2ª ed. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1958.

PAVANI, Claudia. **O Capital de Risco no Brasil – Conceito, Evolução, Perspectivas**. Rio de Janeiro: E-papers Serviços Editoriais Ltda., 2003

PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento – Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento.** São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2016.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. v. IV. 19ª edição. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2007.

PERIN JUNIOR, Ecio. **Direito Empresarial: Aspectos Atuais de Direito Empresarial Brasileiro e Comparado.** São Paulo: Método, 2005.

PERRICONE, Sheila. Fundos de Investimento: A política de investimento e a responsabilidade dos administradores. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**. n. 11. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001.

PORTAL BRASIL. **PIB cresce 7,5% em 2010**. Disponível em: http://www.brasil.gov.br/economia-e-emprego/2011/03/pib-cresce-7-5-em-2010. Acesso em: 16 de março de 2017.

PORTUGAL. Ministério das Finanças. **Decreto-Lei n° 276, de 2 de novembro de 1994**. Disponível em: https://dre.pt/pesquisa/-/search/621311/details/maximized. Acesso em: 28 de fevereiro de 2019.

QUATTRINI, Larissa Teixeira. **Os Deveres dos Administradores de Sociedades Anônimas Abertas – Estudo de Casos**. São Paulo: Saraiva, 2014.

REINO UNIDO. Reino Unido. **Limited Partnerships Act 1907**. Disponível em: https://www.legislation.gov.uk/ukpga/Edw7/7/24/contents. Acesso em: 25 de abril de 2019.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. v. 1. 18ª edição. São Paulo: Saraiva, 1988.

_____. **Do representante comercial.** 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1995.

ROCHA, Tatiana Nogueira da. **Fundos de Investimento e o Papel do Administrador**. São Paulo: Texto Novo Editora, 2003.

ROVAI, Armando Luiz. **Aplicação dos Princípios da Liberdade Econômica no Brasil**. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2019.

_____. **Atualidades do Direito Empresarial Brasileiro**. Belo Horizonte: Editora D'Plácido, 2019.

SAAD, Renan Miguel. **A Alienação Fiduciária Sobre Bens de Imóveis.** Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

SANTOS MATIAS, Tiago dos e; LUÍS, João Pedro A. **Fundos de Investimento em Portugal: Análise do Regime Jurídico e Tributário**. Coimbra: Almedina, 2008.

VAN GERVEN, Walter. **La forme juridique d'um "investment trust" em Belgique, em France et aux Pays-Bas. In: Revue Internationale de Droit Comparé. 83°.** Anné. Paris: Librairie Génerale de Droit et de Jurisprudence, 1960, p. 527-558. Disponível em:

https://www.persee.fr/doc/ridc_0035-3337_1960_num_12_3_11681. Acesso em: 27 de fevereiro de 2019.

VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito Civil.** v. 5. 7ª edição. São Paulo: Atlas, 2007.

_____. **Direito Civil**. v. 8. 6ª edição. São Paulo: Atlas, 2016.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito Comercial**. Sociedades, Teoria Geral das Sociedades, As Sociedades em Espécie do Código Civil. v. 2. 3ª edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

WAISBERG, Ivo. Fundos de Investimento e sua Utilização em Recuperação Judicial - Aspectos Relevantes. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. n. 60. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013.

WALD, Arnoldo. Da Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. n. 80. São Paulo: Revista dos Tribunais,1990.