

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS  
DEPARTAMENTO DE DIREITO  
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO**

VINÍCIUS DOS SANTOS NERES DA CRUZ

**LIMITAÇÃO DE RESPONSABILIDADE PATRIMONIAL NOS FUNDOS DE  
INVESTIMENTO DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL***

Florianópolis  
2016

VINÍCIUS DOS SANTOS NERES DA CRUZ

**LIMITAÇÃO DE RESPONSABILIDADE PATRIMONIAL NOS FUNDOS DE  
INVESTIMENTO DE *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL***

Trabalho de Conclusão apresentado ao Curso de Graduação em Direito da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito à obtenção do grau de Bacharel em Direito.

**Orientador: Prof. Dr. Guilherme Henrique Lima Reinig**

Florianópolis  
2016

*Mundo Invisível*  
*Nós vamos te construindo com as mãos trêmulas*  
*Empilhando átomo sobre átomo*  
*Mas quem poderá terminar-te*  
*A ti, catedral?*

Ranier Maria von Rilke, Livro das Horas.

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS  
COLEGIADO DO CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

TERMO DE APROVAÇÃO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado “Limitação de Responsabilidade Patrimonial em Fundos de Investimento de Private Equity e Venture Capital”, elaborado pelo(a) acadêmico(a) “**Vinicius dos Santos Neres da Cruz**”, defendido em **05/12/2016** e aprovado pela Banca Examinadora composta pelos membros abaixo assinados, obteve aprovação com nota \_\_\_\_\_(\_\_\_\_\_), cumprindo o requisito legal previsto no art. 10 da Resolução nº 09/2004/CES/CNE, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução nº 01/CCGD/CCJ/2014.

Florianópolis, 05 de Dezembro de 2016

---

**Guilherme Henrique Lima Reinig**  
Professor Orientador

---

**André Lipp Pinto Basto Lupi**  
Membro de Banca

---

**Mark Pickersgill Walker De Medeiros**  
Membro de Banca



**Universidade Federal de Santa Catarina**  
**Centro de Ciências Jurídicas**  
**COORDENADORIA DO CURSO DE DIREITO**

**TERMO DE RESPONSABILIDADE PELO INEDITISMO DO TCC E**  
**ORIENTAÇÃO IDEOLÓGICA**

Aluno(a): Vinicius dos Santos Neres da Cruz

RG: 5.429.174

CPF: 088.804.829-71

Matrícula: 12100139

Título do TCC: Limitação de Responsabilidade Patrimonial em Fundos de Investimento de Private Equity e Venture Capital

Orientador(a): Guilherme Henrique Lima Reinig

Eu, Vinicius dos Santos Neres da Cruz , acima qualificado(a); venho, pelo presente termo, assumir integral responsabilidade pela originalidade e conteúdo ideológico apresentado no TCC de minha autoria, acima referido.

Florianópolis, 05 de Dezembro de 2016.

---

**VINICIUS DOS SANTOS NERES DA CRUZ**

## AGRADECIMENTOS

Agradecer é sempre tarefa difícil. Não pelo ato em si, de demonstrar o merecido afeto àqueles que auxiliaram na realização de um projeto, mesmo de qualquer pequena forma. É tarefa difícil porque nem sempre sabemos como as engrenagens giram para um resultado ter se consolidado. Portanto, aos que não estão nas sombras da ignorância da gratidão, meus agradecimentos específicos:

Ao meu pai, Natalino, por nunca ter poupado esforços para proporcionar para mim tudo o que houvesse de melhor nesse mundo, muito mais do que financeiramente, mas emocionalmente. Por não ter deixado de dizer em nenhum dia da minha vida que me ama, apesar da criança birrenta que eu sempre fui (e talvez ainda seja).

À minha mãe, Tânia, pelo exemplo de grande amor e dedicação à família que sempre foi, por me ensinar o que é ser forte e firme, sem nunca perder a humildade e a honestidade. Pelo imenso amor que me dedicou desde a própria adolescência e por nunca ter deixado de dizer que eu poderia alcançar qualquer objetivo, bastasse querer.

Ao meu irmão, Fernando, por ser o meu maior companheiro da vida – das brigas de infância até as longas conversas de adolescência – e o melhor amigo que eu tenho e sempre terei. Pelo coração imenso que tem e por ter me ensinado, ainda criança, que eu podia socializar com desconhecidos.

À tia Salete, que me criou (como ela sempre diz) desde criança, e que sempre me amou infinitamente, apesar da criança agitada que eu fui. Peço desculpas pelas santas escondidas e pelas peças pregadas, mas sempre foi uma manifestação de amor. Por me ensinar que sempre há muita felicidade mesmo na mais tenra simplicidade.

À tia Odete, que me acolheu em Florianópolis como um filho, pelo imensurável carinho e amor que sempre demonstrou. Por ter sido uma grande companhia, de vida, de (longas) conversas, de risadas e de reflexões. Não tenho palavras para agradecer.

Os meus grandes irmãos André Ferraro e Rodrigo Tissot, os manézinhos que me acolheram antes de todos e pelos quais tenho grande carinho e admiração, com certeza do sucesso que ambos terão na vida, especialmente pela grandeza de caráter e humanidade que têm.

Aos meus grandes amigos de curso, que fizeram dessa jornada um passeio muito mais divertido, interessante e enriquecedor, melhor do que qualquer coisa que eu pudesse planejar ao iniciar o curso de Direito, citados em ordem alfabética para evitar intrigas:

Ana Maria, minha parceira de dominação mundial, revisora de textos acadêmicos (infinitamente agradecido), amiga de todas as horas e uma das pessoas mais incríveis que eu já conheci, obrigado pelas longas conversas, planos mirabolantes e principalmente risadas que você me proporcionou nesse tempo de amizade. Sentirei saudades.

Becker, eterno presidente do CAXIF e grande amigo, de várias e longas conversas sobre absolutamente tudo. Espero ter sido um bom ouvinte e conselheiro, nas minhas tentativas.

Fritsche, que assim como eu foi presenteado com o dom da insônia, pelas saudosas longas (longas mesmo) noites de conversa, trocas de ideia sobre a vida, *brainstorms* filosóficos e finais que acabavam sempre com a música “O Livro” do Tim Maia – e até hoje eu me pergunto por que exatamente.

Gilmar, com essa icônica combinação de mau humor com sensibilidade, sinto de não termos sido mais próximos há mais tempo, o que nunca interferiu no meu respeito e admiração. Quero afirmar publicamente que te perdoo por causar minha não eleição pra orador da turma mostrando pra eles que existia uma candidata óbvia, e não era eu (acho que eu não posso escrever “hahaha” aqui, mas fica registrado a vontade).

Rafa, um exemplo de amizade fiel, honestidade e humildade, que cativa todo mundo, e que tenho certeza que será um grande motivo de orgulho pra todos nós (e espero que daqueles promotores que dão bastante trabalho pra arranjar muito mais trabalho ainda pros teus amigos advogados). Sucesso é a única possibilidade.

Thales, meu primeiro amigo de curso, “afilhado”, dupla de EMAJ e grande parceiro de sempre. Foi uma grande sorte sermos amigos desde o início. Você é uma pessoa que admiro muito, confio muito, respeito muito, e por quem eu desejo todo o sucesso que você merece. Confie em ti e siga firme, porque eu confio totalmente no teu sucesso.

Todos vocês serão profissionais excelentes e muito bem sucedidos, tenho certeza absoluta disso, e por isso quero que fique registrado aqui. Espero sinceramente que, apesar do fim do curso, permaneçamos unidos.

Aos meus colegas do Grupo de Estudos em Arbitragem da UFSC (GEARB-UFSC), especialmente ao Filipe Senhorinha e Vanessa Brand por, assim como eu, não terem abandonado esse projeto apesar de todas as dificuldades e enfrentado o necessário para fazer esse sonho render frutos. Também aos novos membros da equipe da competição da CAMARB por não deixarem esse sonho morrer e permitirem que eu saia do curso com a esperança de continuidade e crescimento desse projeto: Bruno Benato, Bruna Trupel e Rodrigo Tissot, muito obrigado, de coração! Conto com vocês no próximo ano! Já disse Raul: “Sonho que se sonha só é só um sonho que se sonha só, mas sonho que se sonha junto é realidade”.

Aos amigos e colegas do escritório Mosimann, Horn e Advogados Associados, especialmente aos advogados Lio Vicente Bocorny e Caetano Dias Corrêa, pelo enorme aprendizado que me permitiram, pela paciência com minhas dificuldades e valorização das minhas habilidades, experiência fundamental pela decisão de tornar-me advogado.

Ao meu orientador, prof. Guilherme Reinig, pelo imenso aprendizado desde a disciplina de Contratos, pelo projeto da IX Competencia Internacional de Arbitraje, e finalmente pela orientação neste trabalho de conclusão de curso.

A todos àqueles que, conscientes ou não, tornaram possível esse resultado, ajudaram a construir essa etapa daminha vida, e não cabem nas regras da ABNT para o agradecimento.



## RESUMO

O presente estudo tem por objeto a análise da limitação de responsabilidade patrimonial dos investidores de fundos de investimento em *private equity* e *venture capital*, instrumentalizados através dos Fundos de Investimento em Participações e Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes. A análise parte da análise da organização do financiamento empresarial no Brasil, para situar os investimentos em *private equity* e *venture capital* dentro deste cenário. Partindo dessa base, analisa-se a definição da natureza jurídica dos fundos, e o reflexo que sua constituição causa à proteção patrimonial dos investidores. Inicialmente, analisam-se os fundos de investimento como condomínios, definição dada pela Comissão de Valores Mobiliários, para então observar a tutela de responsabilidade patrimonial dada pelo Código Civil brasileiro aos condôminos. Então, superada esta análise, se busca a compreensão da adequação do modelo condominial à proposta dos fundos de investimento, trazendo à análise a teorização da natureza societária do fundo e os reflexos que tal tratamento traz aos investidores, no que tange à sua responsabilização patrimonial pessoal.

**Palavras-chave:** Mercado de Capitais. Capital de Risco. *Private Equity*. *Venture Capital*. Fundo de Investimento em Participações. Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes. Fundos de Investimento. Responsabilidade patrimonial. Pessoa jurídica.

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	11
1. A ORGANIZAÇÃO DO INVESTIMENTO NO MERCADO BRASILEIRO .....	13
1.1. Formas de financiamento empresarial .....	13
1.2. <i>Private equity</i> e <i>venture capital</i> : a organização do investimento de risco.....	15
1.3. A regulação da Comissão de Valores Mobiliários.....	21
1.4. Fundos de investimento: instrumentos para o investimento de <i>private equity</i> e <i>venture capital</i> .....	24
1.3.1. Breve histórico .....	26
1.3.2. <i>Venture Capital</i> : Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) .....	29
1.3.3. <i>Private Equity</i> : Fundo de Investimento em Participações (FIP).....	30
2.    FUNDOS DE INVESTIMENTO EM <i>PRIVATE EQUITY</i> E <i>VENTURE CAPITAL</i> COMO CONDOMÍNIOS: O ATUAL TRATAMENTO NORMATIVO .....	32
2.1. Natureza Jurídica .....	32
2.1.1. Natureza Jurídica do Condomínio.....	33
2.1.2. Condomínio sobre uma “comunhão de capital”.....	36
2.2. Responsabilidade patrimonial de um condomínio de capital .....	42
3.    FUNDOS DE INVESTIMENTO EM <i>PRIVATE EQUITY</i> E <i>VENTURE CAPITAL</i> COMO SOCIEDADE DE CAPITAL: UM RETORNO AO MODELO INCIAL .....	46
3.1. Inadequação do modelo condominial aos fundos de <i>private equity</i> e <i>venture capital</i> ..	46
3.2. Características societárias dos FIPs e FMIEEs.....	49
3.3. Limitação de responsabilidade patrimonial .....	53
3.4. Interesse dos Investidores .....	57
CONCLUSÃO.....	60
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	63

## INTRODUÇÃO

A análise de qualquer tema relacionado a fundos de investimento demanda cuidados bastante específicos. As decisões judiciais sobre o tema são bastante escassas e a produção bibliográfica se apresenta ainda concentrada nos grandes centros de investimento – notadamente o eixo Rio-São Paulo.

Em razão de tais características a análise do tema, para o presente estudo, parte de referenciais teóricos genéricos, analisando os institutos jurídicos relacionados aos fundos de investimento e a forma como eles podem ser aplicados a tais instrumentos. A análise principal se concentra, portanto, na caracterização dos fundos de investimento como condomínios – natureza estabelecida pela atual regulação por parte da Comissão de Valores Mobiliários – e na sua eventual aproximação da natureza societária.

Somente a partir dessa análise, que envolve a extensa discussão doutrinária sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento, é que o tema principal do estudo pode ser tangenciado: a limitação de responsabilidade patrimonial no âmbito dos fundos de investimento de *private equity* e *venture capital*, ou, de uma maneira mais direta, a possibilidade dos investidores serem responsabilizados por obrigações que seriam, em princípio, exigíveis dos respectivos fundos.

Em razão da complexidade envolvida nesta análise, inicia-se sua discussão a partir de conceituações elementares ao tema: o financiamento empresarial como gênero do qual os investimentos em *private equity* e *venture capital* são espécies de obtenção de recursos financeiros por parte das empresas.

Somente analisando a organização do financiamento empresarial, e entendendo onde se colocam os investimentos de espécie *private equity* e *venture capital*, é que se pode partir, em seguida, para a análise dos instrumentos dessas espécies de investimento: os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEEs) e os Fundos de Investimento em Participações (FIPs). Na transição de um tema para outro, ainda será abordado o papel regulador da Comissão de Valores Mobiliários como elemento de estabilidade e segurança para o mercado de capitais.

Superadas as definições iniciais, a análise passa a debruçar sobre o atual tratamento dos fundos de investimento em *private equity* e *venture capital*, estruturados a partir dos FMIEEs e FIPs sob a forma de condomínios.

A opção pelo modelo condominial, feita pela CVM em suas instruções normativas, exige uma demorada análise sobre a natureza jurídica do condomínio, e sobre as características dos fundos de investimento analisados que se adequam a este instituto. A partir de tais características, e tendo como paradigma a organização condominial dos fundos de investimento em *private equity* e *venture capital*, é que será analisada a responsabilização dos investidores – nesse caso, condôminos – sobre obrigações contraídas pelos específicos fundos. Tais análises deverão ser realizadas entendendo como o sistema jurídico brasileiro relaciona os condôminos às obrigações contraídas pelo objeto do condomínio.

Por fim, no derradeiro capítulo do estudo, o modelo condominial é analisado sob a ótica de adequação à natureza do FMIEE e do FIP, considerando as características que diferenciam os condomínios e às sociedades, com base na doutrina brasileira.

Para tal análise, realizar-se-á um resgate histórico da organização jurídica dos fundos de investimento, analisando as razões da opção pelo modelo condominial, e a conformidade deste modelo no sistema jurídico brasileiro, especificamente para tais fundos.

Partindo deste ponto, se verificará se há necessidade de readequação do instituto, quais são as razões e consequências de uma possível adequação, e quais os interesses dos investidores, constituidores de tais fundos de *private equity* e *venture capital*, em um tratamento adequado dado a tais instrumentos.

Somente considerando tais elementos, e especialmente a possibilidade – no caso de opção pelo modelo societário – de reconhecimento de uma personalidade jurídica de tais fundos, é que se poderá concluir a análise do objeto principal deste trabalho: se haverá também neste novo modelo – caso adotado – a limitação de responsabilidade dos sócios quanto às obrigações contraídas pela sociedade de investimento.

## 1. A ORGANIZAÇÃO DO INVESTIMENTO NO MERCADO BRASILEIRO

### 1.1. Formas de financiamento empresarial

Para entendermos o que são fundos de investimento, e a razão de serem eles os instrumentos principais dos investimentos de *private equity* e *venture capital* – bem como esmiuçar cada um desses conceitos a fim de visualizar com mais exatidão a proposta deste estudo – é necessário entender o que tais instrumentos representam na obtenção de capital para as empresas investidas, e sua importância perante a economia.

A utilização de tais fundos de investimento cumpre um papel muito claro nas empresas: a de obtenção de recursos financeiros seja qual for a sua destinação. Tais recursos poderão servir tanto para sanear uma crise financeira na empresa, quando para a expansão dos negócios, ou mesmo como subsídio de lançamento de produtos ou serviços no mercado.

As formas de obtenção de tais recursos são variadas. Tradicionalmente, diz-se que existem duas grandes formas de financiamento empresarial: a que ocorre com recursos próprios e a que ocorre com recursos de terceiros.

O financiamento advindo de recursos próprios, por sua vez, pode ser dividido em duas espécies: (a) com recursos provenientes dos resultados da própria empresa, que são reinvestidos e utilizados no empreendimento; e (b) com recursos provenientes do patrimônio pessoal dos sócios ou acionistas que já compõe a sociedade.

Sobre tal classificação, necessário que se observe que a definição de “capital próprio” para recursos provenientes do patrimônio pessoal dos sócios ou acionistas não encontra respaldo jurídico, uma vez que se deve observar a independência patrimonial da empresa com relação às pessoas físicas que a compõe. Todavia, é um conceito que se empresta da teoria contábil, conforme assevera Nikolai Sosa Rebelo:

Essa diferença entre capital próprio e capital de terceiro não é precisa, em verdade, do ponto de vista jurídico, mas, sim, pela teoria contábil ou da disciplina de administração de empresas. A rigor, pelo direito, o capital dos sócios não é capital próprio da sociedade, devido à independência patrimonial que existe entre a Sociedade Empresária, e os seus sócios individualmente considerados.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> REBELO, Nikolai Sosa. *A sociedade empresária e a captação de recursos de private equity e venture capital – estudo interdisciplinar do financiamento empresarial*. Porto Alegre: Buqui, 2013, p. 65

Ressalvadas essas inconsistências jurídicas, é necessário que se diferencie de tal forma aqueles recursos que advêm de terceiros alheios à relação societária, daqueles que são provenientes da própria sociedade e das pessoas – físicas ou jurídicas – que a compõem.

Sob a ótica desta mesma classificação, os recursos financeiros de terceiros podem ser classificados em duas espécies: os originados do sistema bancário, em suas mais variadas formas (mútuos bancários, financiamento, conta-garantia, entre outros) e os obtidos do mercado de capitais, como é chamado o grande complexo de relações que visa a canalização de recursos com origem em agentes privados para a realização de investimento nas empresas que necessitam de tais recursos.

Sobre o mercado de capitais, escreve Juliano Lima Pinheiro:

O mercado de capitais pode ser definido como um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores. Ou seja, o mercado de capitais representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização de empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas.

O surgimento do mercado de capitais ocorreu quando o crédito deixou de atender às necessidades da atividade produtiva, no sentido de garantir um fluxo de recursos nas condições adequadas em termos de prazos, e exigibilidades.<sup>2</sup>

O mercado de capitais é, portanto, uma alternativa à obtenção de crédito nas instituições bancárias tradicionais. Tal instrumento é essencial ao desenvolvimento empresarial, tendo em vista que o custo para a obtenção de empréstimos e financiamentos bancários pode onerar excessivamente a empresa na consecução de seus objetivos econômicos.

Tal obtenção de crédito através do mercado de capitais poderá ocorrer de diferentes formas, a depender, inclusive, da forma organizacional da empresa. O aporte de capital poderá se originar da venda de participações da empresa a investidores interessados, através de uma abertura de capital ou através de contratos de participação em companhias fechadas (caracterizador dos investimentos de *private equity* e *venture capital*, como se verá), bem como pela emissão de títulos de dívida, como debêntures – reservado as sociedades anônimas – ou a busca de financiamentos privados para projetos específicos, dentre outras

---

<sup>2</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas*, 7 ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 186

possibilidades, não cabendo a esta análise esgotar as hipóteses de obtenção de recursos pelas empresas.

Ter uma oferta de capital abundante no mercado é um sinal de prosperidade econômica. Afinal, o dinheiro de investidores, captado no mercado financeiro, ou mesmo pelas instituições bancárias, é a força motriz que impulsiona o desenvolvimento econômico das empresas, seja em qual fase de investimento estejam. A ponderação da utilização desses instrumentos, de financiamento através de capital próprio ou de terceiros, deve ser realizada pelos empresários a corresponder com suas necessidades e aspirações.

Sobre o tema, ainda pontua Juliano Lima Pinheiro:

A empresa em fase de crescimento necessita de recursos financeiros para financiar seus projetos de expansão. Mesmo que o retorno oferecido pelo projeto seja superior ao custo de um empréstimo, o risco do negócio recomenda que exista um balanceamento entre o financiamento do projeto com recursos externos e próprios.<sup>3</sup>

Tal situação é ainda mais essencial quando falamos de empresas em desenvolvimento, que não atingiram o ápice de sua maturidade de mercado ou que estão prestes a lançar novos produtos ou serviços aos consumidores, muitas vezes até inéditos ao mercado. São essas empresas o objeto dos investimentos de *private equity* e *venture capital*, como será abordado adiante.

## **1.2. *Private equity* e *venture capital*: a organização do investimento de risco**

Assim como o conceito de financiamento próprio através dos próprios acionistas não encontra respaldo no direito, os conceitos de *private equity* e *venture capital* são estranhos, em linha de princípio, à ciência jurídica. Não há uma forma jurídica específica que organize esses conceitos, mas apenas instrumentos que os materializam – os fundos de investimento, assunto que será abordado mais especificamente adiante.

Trabalhar tais conceitos requer, portanto, um estudo do investimento a partir de conceitos econômicos, o que leva a uma análise sobre a criação e o desenvolvimento de empresas, e a importância do investimento e do capital – neste caso, de terceiros, como

---

<sup>3</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Op. Cit.*, p. 190

abordado anteriormente – para que os projetos de crescimento e expansão da empresa se consolidem.

*Private equity* e *venture capital* são, essencialmente, espécies de investimento, relacionados ao patamar de desenvolvimento de uma empresa e ao grau de risco que esse investimento representa àqueles dispostos a inserir seu capital disponível através da aquisição de participação societária nas empresas investidas.

Ao analisar uma empresa a partir do seu ciclo de vida, o *venture capital* se caracteriza como o investimento realizado mais próximo ao seu início, quando a empresa ainda é considerada pequena, mas com grande potencial de crescimento. São investimentos tradicionalmente realizados em empresas que apostam em mercados em formação, como empresas de tecnologia ou que pretendem lançar no mercado produtos inovadores. Nesse sentido, assevera Luiz Egydio Malamud Rossi:

Na modalidade *venture capital* as empresas são iniciantes ou pequenas, mas com grande potencial de crescimento. Por esta razão os investidores desta modalidade não destinarão recursos para segmentos que estejam maduros ou que apresentem crescimento vegetativo. Preferencialmente, as empresas-alvo são de setores da economia que ainda estão em fase de consolidação, sendo que estes surgem devido ao progresso tecnológico, alterações nos hábitos de consumo da sociedade e à evolução econômica.<sup>4</sup>

Os investimentos da espécie *venture capital* possuem maior grau de risco, e comumente mais extensos temporalmente. Apostam em uma grande taxa de crescimento da empresa, e auxiliam a consolidação dos projetos de mercado que aquela empresa, com grande potencial mercadológico, tem com relação aos produtos e serviços que pretendem oferecer ao consumo.

A modalidade de *private equity*, por sua vez, envolve investimentos em empresas com um maior grau de maturidade, comumente já estabelecidas no mercado, mas que necessitam de recursos para financiar uma etapa de seu desenvolvimento, seja relacionado à expansão, seja relacionado ao lançamento de novos produtos.

A grande característica diferenciadora dos investimentos em *private equity* é a proximidade do investidor da administração da empresa, influenciando na tomada de decisões

---

<sup>4</sup> ROSSI, Luiz Egydio Malamud. *Manual de Private Equity e Venture Capital: Passos para atração de investidores e alocação de recursos*. São Paulo: Atlas, 2010, p. 07



que afetarão o seu crescimento – e conseqüentemente o lucro do investidor no momento da venda da participação acionária que detém. Nas palavras de Luiz Egydio Malamud Rossi:

*Private equity* é o investimento em empresas de capital fechado que apresenta alto potencial de crescimento e cujos investidores têm por característica atuar proximamente na gestão das empresas adquiridas. Trata-se de assunto particularmente importante por permitir que a empresa obtenha recursos para financiar os investimentos de uma etapa relevante de seu ciclo de vida e a sociedade se beneficia pelo fato de que este tipo de capital aumenta a eficiência das empresas investidas.<sup>5</sup>

O que ambos, *private equity* e *venture capital*, têm em comum é o investimento em empresas de capital fechado, ou seja, que não possuem ações para a venda no mercado das bolsas de valores. Ambos são instrumentos essenciais de financiamento privado para obtenção de recursos dessas empresas, e elementos de essencial importância para o desenvolvimento empresarial de um país.

A classificação do investimento de *private equity* e *venture capital* relacionada aos estágios de desenvolvimento da empresa também é adotada por Nikolai Sosa Rebelo:

Aqui entra a diferença entre *private equity* e *venture capital*. Ambos são modalidades de investimento de risco, mas a fase do investimento determina quando será chamado de *private equity* ou de *venture capital*. Os investimentos realizados em fases iniciais da vida de um empreendimento caracterizam o *venture capital*. O *private equity*, por sua vez, ocorre em estágios mais avançados da companhia, por exemplo, no estágio prévio à abertura de capital. O objetivo da Sociedade Empresária ao captar recursos em *private equity*, e no *venture capital* é viabilizar economicamente a atividade nos seus primeiros anos.<sup>6</sup>

Esse investimento, em ambos os casos, se realiza com a participação dos investidores no quadro societário da empresa investida, através da compra de quotas ou ações. O movimento de compra e venda das participações societárias é justamente o objeto de lucro do investimento: os investidores apostam na valorização que essa empresa terá ao longo do tempo, através da utilização do capital que aportaram para a expansão do empreendimento no mercado. No futuro, quando pretenderem vender essa participação, lucrarão com a diferença do valor no momento da aquisição e no momento da venda:

---

<sup>5</sup> ROSSI, Luiz Egydio Malamud. *Op. Cit.*, p. 01.

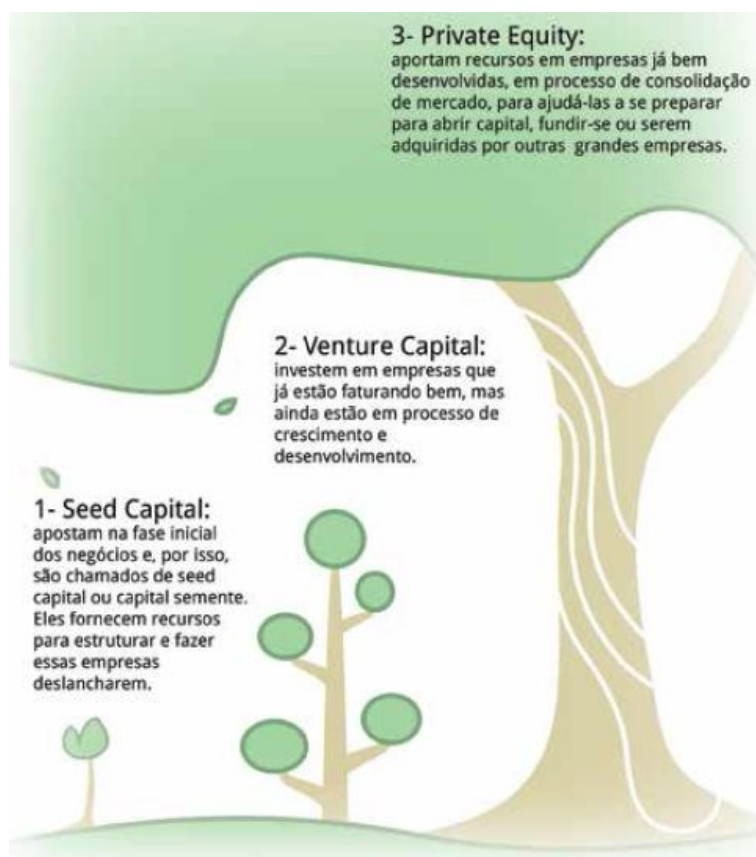
<sup>6</sup> REBELO, Nicolai Sosa. *Op. Cit.*, p. 73-74

Esses fundos de *private equity* não podem ser vistos como solução para problemas financeiros. Eles investem em empresas selecionadas pelo seu potencial de crescimento e qualidade de gestão. Seus objetivos ao investir são: capitalizar a empresa; definir uma estratégia de crescimento; valorizar ações e vender com lucro essa participação.

O horizonte da aplicação é variável, e sua estratégia está entre as médias empresas de capital aberto e as *venture capital* de associação a empresas em fase embrionária. O *venture capital* seria um estágio anterior ao do fundo de *private equity*, pois aquele caracterizaria melhor o investimento de risco em novas empresas em processo inicial.

Como as ações nas quais investem não são negociadas nas bolsas de valores, há uma enorme dificuldade de determinar o valor de seus ativos e, portanto, o valor de sua cota. Uma solução é estabelecer um *fair value* – valor justo – e assumi-lo como cotação de cada ação da carteira e, a partir daí, calcular a cota.<sup>7</sup>

É importante que se mencione, ainda, que a classificação dos investimentos conforme demonstrada é a mesma utilizada pela Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital, a ABVCAP, conforme imagem retirada do excerto “Como funciona a indústria de private equity, seed e venture capital?”<sup>8</sup>:



<sup>7</sup> FORTUNA, Eduardo. *Op. Cit.*, p. 525

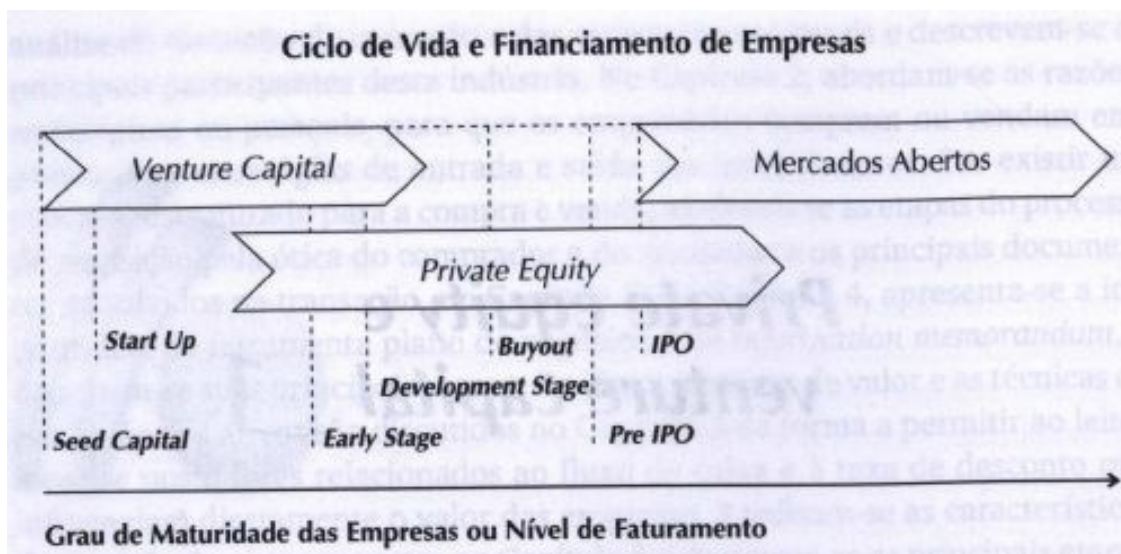
<sup>8</sup> ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL (ABVCAP). *Como funciona a indústria de private equity, seed e venture capital?* 2015. Disponível em: <http://www.abvcap.com.br/Download/Guias/2726.pdf>. Acessado em 19/11/2016.

Outra questão importante é a delimitação, dentro dos estágios de desenvolvimento da empresa, de quando um investimento será caracterizado como sendo de *venture capital* ou de *private equity*.

Tal análise deverá ser realizada em cada caso específico, levando-se em consideração não somente o estágio de desenvolvimento da empresa, mas a maturidade do mercado em que se insere, o potencial de demanda na aquisição de seus produtos e serviços, gestão, estruturação societária, e vários outros elementos.

Há, mesmo assim, zonas cinzentas de definição, que não são claras mesmo para os estudiosos de investimento. Luiz Egydio Malamud Rossi concebe uma representação visual<sup>9</sup> para poder explicar como esses conceitos se relacionam entre si, juntamente com outros próprios da teoria econômica:

**GRAFICO 1 – Ciclo de Vida e financiamento de Empresas**



Como se pode observar, há uma zona de transição em que os investimentos de *venture capital* e *private equity* se encontram, ou porque há uma dificuldade de definição do estágio de desenvolvimento da empresa, ou mesmo porque um investimento de *private equity* poderá estar sendo realizado no fim de um ciclo de investimento de *venture capital*, como seu sucessor.

O mercado de *private equity* e *venture capital* no Brasil movimenta bilhões de reais por ano. Segundo dados da ABVCAP, em consolidação de dados sobre a indústria de *private*

<sup>9</sup> ROSSI, Luiz Egydio Malamud. *Op. Cit.*, p. 06

*equity* e *venture capital* realizado conjuntamente com a empresa de auditorias KPMG, o capital total investido neste mercado saltou de 63,5 bilhões de reais em 31/12/2011 para 153,2 bilhões em 31/12/2015, um aumento de 141% (cento e quarenta e um por cento) em apenas quatro anos, conforme o gráfico apresentado:

**GRÁFICO 2 – Capital comprometido na indústria de *private equity* e *venture capital* (2011-2015)**

## Capital comprometido

Em bilhões de R\$



O último estudo da ABVCAP também demonstra que a modalidade de financiamento através da entrada de novos investidores na empresa já representa, para 13% das empresas entrevistadas, a modalidade mais atrativa de financiamento do negócio, mas ainda ficando atrás do tradicional financiamento bancário e de outras formas de financiamento:

### GRÁFICO 3 – Pesquisa sobre a forma de financiamento considerada mais atrativa pelas empresas



Ainda, segundo dados da CVM<sup>10</sup>, existem 814 Fundos de Investimento em Participações Registrados no Brasil, e outros 58 Fundos de Investimento e cotas de Fundos de Investimento em Participações. Além disso, registram-se 27 Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes em atividade no país, considerando Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, Fundos de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras e Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes – Capital Estrangeiro (vide título 1.3.2.).

Baseado nesses dados, podemos observar que o mercado de *private equity* e *venture capital* consolidou-se no Brasil como um importante instrumento de financiamento e de incentivo ao desenvolvimento empresarial nacional.

Analisar as questões jurídicas atinentes a tal contexto se torna, portanto, essencial para que o direito acompanhe a escalada de transformação do mercado brasileiro, atendendo a necessidades cada vez mais dinâmicas relacionadas ao direito empresarial e societário.

#### 1.3. A regulação da Comissão de Valores Mobiliários

A organização dos investimentos de *private equity* e *venture capital* se realiza através de fundos de investimento, conforme será abordado especificamente adiante.

<sup>10</sup> Dados obtidos através do sistema de registro da CVM, na data de 21/11/2016, que pode ser acessado pelo link: <http://sistemas.cvm.gov.br/?fundosreg>

Entretanto, antes de analisarmos esses instrumentos, necessário pontuar brevemente o organismo responsável pela regulação dos fundos, e de todo o mercado de capitais: a Comissão de Valores Mobiliários, conhecida pela sigla CVM.

A CVM foi criada no ano de 1976, através da lei 6.385, tendo sido criada como órgão regulador do mercado de valores mobiliários, originalmente vinculado ao Ministério da Fazenda, recebendo atribuições de regulação que até então eram realizadas pelo Banco Central (BACEN).

Sua criação surge num contexto de importantes modificações legislativas, que buscavam organizar o mercado financeiro brasileiro. No mesmo ano já também foi promulgada a Lei 6.404/1976, que regula as sociedades por ações, bem como na década anterior haviam sido editados dois outros importantes textos legais: a Lei 4.595/1964, chamada de lei da reforma bancária que criou o BACEN, e a Lei 4.728/1965, que regula o mercado de capitais.

Através destes instrumentos, o legislador organizou a regulação do mercado através da concentração de competências entre essas duas instituições, CVM e BACEN, sobrepostas pelo Conselho Monetário Nacional, conforme escreve Nelson Eizirik:

O legislador optou por distribuir a competência normativa e fiscalizadora a ser exercida sobre o mercado entre as duas entidades, cabendo ao Banco Central a disciplina do sistema financeiro bancário, monetário e creditício e à CVM, especificamente, aquela relacionada ao mercado mobiliário.<sup>11</sup>

A CVM cumpre um papel muito importante no mercado brasileiro, pois cria condições de estabilidade e segurança jurídica aos investidores. É um órgão que, através de sua função normativa, fomenta o investimento e o fluxo de capitais na economia, realizando o importante papel de circulação de riqueza, essencial ao desenvolvimento econômico. Nesse sentido assevera Juliano Lima Pinheiro:

A Comissão de Valores Mobiliários tem por finalidade contribuir para a criação de estrutura jurídica favorável à capitalização das empresas por meio do mercado de capitais de risco, fortalecimento da empresa privada nacional e defesa do acionista e investidor.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> EIZIRIK, Nelson; *et al. Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, 3ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 260.

<sup>12</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas*, 7ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 69

Lopes e Rosseti também destacam a importância do papel regulador e fiscalizador da CVM, a fim de que se evitem distorções mercadológicas que prejudiquem o desenvolvimento econômico e a livre circulação de capitais:

Atuando nesse semento, a CVM tem por objetivos estimular a aplicação de poupanças no mercado acionário, assegurar o funcionamento eficiente e regular das Bolsas de Valores e de outras instituições auxiliares que operam nesse mercado, proteger os titulares de valores mobiliários (notadamente os pequenos e minoritários) contra emissões irregulares e outros tipos de atos ilegais, evitando ou coibindo modalidades de fraude ou manipulação destinada a criar condições artificiais de demanda, de oferta ou de preço nas negociações dos mercados primário e secundário de ações.<sup>13</sup>

O âmbito de regulação da CVM está intimamente ligado ao conceito de valores mobiliários, conforme o permissivo da Lei 6.385/1976. Como ente da administração pública, a CVM somente poderá ter as atribuições que a lei lhe permitir, devendo o conceito de “valor mobiliário” ser claramente determinado pela norma.

É nesse viés que se destaca, pela grande relevância ao objeto de análise deste estudo, a Lei 10.303/2001, instrumento legal que sistematizou o elenco de valores mobiliários, conceito essencial à delimitação da competência da CVM, através da modificação do art. 2º da Lei 6.385/1976. Somente a partir desse diploma normativo é que se consolidou, dentro do escopo de valores mobiliários, as quotas de fundos de investimento e títulos ou contratos de investimento coletivo.

A partir de 2001, portanto, toda a regulação do mercado de fundos de investimento e investimento coletivo passou a ser de competência exclusiva da CVM, fortalecendo seu papel regulador e estabilizador da disciplina dos valores mobiliários no país, conforme indica Eduardo Fortuna:

Fixou-se, portanto, como o órgão normativo do sistema financeiro, especificamente voltado para o desenvolvimento, a disciplina e a fiscalização do mercado de valores mobiliários não emitidos pelo sistema financeiro e pelo Tesouro Nacional.<sup>14</sup>

---

<sup>13</sup> LOPES, João do Carmo; ROSSETI, José Paschoal. *Economia Monetária*, 9ed. São Paulo: Atlas, 2013, p. 450-451.

<sup>14</sup> FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*, 17ed. Rio de Janeiro: Qualymark, 2010, p. 22

Por fim, cabe menção especial à edição da Medida Provisória nº 8, que veio a tornar-se a Lei 10.411/2002, cuja redação desvinculou a CVM do âmbito do Ministério da Fazenda, atribuindo-lhe a natureza de entidade autárquica de regime especial, passando a ostentar *status* de agência reguladora.

Sobre a conceituação de agência reguladora independente, aplicada à CVM, escreve Nelson Eizirik:

Conceitua-se como agência reguladora independente a autarquia dotada de autonomia, exercendo funções regulatórias, cuja administração compete a um Colegiado em que seus membros são nomeados pelo Presidente da República e detêm mandato por tempo determinado.<sup>15</sup>

A autonomia atribuída à CVM é essencial para que as políticas de regulação do mercado de valores mobiliários sofram uma menor interferência política em sua gestão, garantindo a estabilidade necessária ao fomento do mercado de capitais, função precípua da CVM.

#### **1.4. Fundos de investimento: instrumentos para o investimento de *private equity* e *venture capital***

Investir em empresas não é tarefa simples e nem barata. Além de exigir conhecimentos técnicos essenciais para o crescimento da empresa investida, e por consequência garantir o maior lucro possível sobre o capital aportado, também exige uma considerável quantidade de capital disponível pelo investidor.

Raramente é possível encontrar um investidor individual que disponha voluntariamente de um grande volume de capital – a necessidade da maioria das empresas que busca investimentos de *private equity* e *venture capital* – para ser investido em um único empreendimento, em longo prazo, e que ainda possa acompanhar de perto o crescimento e a gestão da empresa investida para garantir o seu sucesso. Os fundos de investimento surgem para viabilizar esse tipo de negócio.

---

<sup>15</sup> EIZIRIK, Nelson *et al.* *Op. Cit.*, p. 261.



Em linhas gerais, os fundos de investimento servem como instrumentos para que uma pluralidade de investidores una o capital disponível que detém para investimento, fortalecendo o seu poder de barganha na aquisição de participações acionárias e reduzindo o risco do negócio. Com um volume maior de capital, é possível investir em mais de uma empresa, garantindo que se determinados investimentos não sejam tão bem sucedidos como previsto, os outros da carteira possam compensar os prejuízos – ou os ganhos reduzidos – com lucros maiores.

Além disso, a gestão dessa carteira de investimentos é delegada ao administrador do fundo, que será responsável pela análise de quais empresas serão destinatárias dos investimentos, acompanhando o seu crescimento, e gerindo os recursos de forma a garantir os melhores resultados.

Os fundos de investimento são, portanto, um instrumento dos investidores, a fim de facilitar o investimento, organizando a oferta de capital do mercado, ligando o investidor às empresas que necessitam de recursos financeiros. Sobre o assunto, assevera Juliano Lima Pinheiro:

O patrimônio de um fundo é composto por recursos de vários investidores que são aplicados em uma carteira diversificada de títulos. A administração dos recursos de um fundo mútuo é feita por administradores especializados com *expertise* de mercado. O investidor não adquire títulos que compõem o fundo mútuo, e sim compra e vende quotas desse fundo.<sup>16</sup>

Existem variados tipos de fundos de investimento, e não são eles necessariamente destinados ao investimento em *private equity* e *venture capital*. Podem existir como instrumentos de investimento destinados às mais variadas carteiras, desde a aplicação em renda fixa ou títulos do tesouro nacional, até mesmo fundos destinados à aquisição de ações de empresas de capital aberto.

Dessas espécies, dois tipos de fundos estão ligados diretamente a investimentos de *private equity* e *venture capital*: o Fundo de Investimento em Participações (FIP) e o Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE).

Todos esses fundos são regulados pela Comissão de Valores Mobiliários, e que define especificamente os fundos mencionados, em suas normativas, como coletividades de capital destinadas ao investimento organizadas sob a forma de condomínio fechado.

---

<sup>16</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Op. Cit.*, p. 216

Antes de nos aprofundarmos em cada um desses elementos, necessário entender como os fundos surgiram no Brasil, e qual o histórico de seu tratamento jurídico.

### **1.3.1. Breve histórico**

A organização do investimento no Brasil se inicia através das chamadas “sociedades de investimento”, pessoas jurídicas cujo objeto social era a reunião de capital para a realização de investimentos de diferentes espécies.

Segundo Mario Tavernard Martins de Carvalho<sup>17</sup>, as primeiras sociedades de investimento surgem no país na década de 40, tendo sido pela primeira vez mencionadas em um diploma normativo através do Decreto-Lei 7.583/1945. A redação do referido decreto mencionava a existência de sociedades crédito, financiamento e investimento – três espécies distintas de sociedades financeiras – delegando ao Ministério da Fazenda a regulação da matéria.

Tal regulação ocorre através da Portaria 88, que normatizou a constituição e o funcionamento das sociedades de investimento. Todavia, no mesmo ano de 1945 a regulação da matéria passou à Superintendência da Moeda e Crédito através do Decreto-Lei 8.495/1945.

Com o advento da Constituição dos Estados Unidos do Brasil em 1946, após a queda da ditadura Vargas, foi definida como competência da União a prerrogativa de legislar sobre instituições de crédito e direito financeiro. Tal regulação somente viria a ser consolidada através da Portaria 309 do Ministério da Fazenda, em 1959.

Tal portaria determinava que as sociedades de investimento deveriam ser constituídas sob a forma de sociedade anônima, e em sua denominação deveria constar “sociedade de crédito, financiamento e investimento”. Essa foi, portanto, a forma predominante de estruturação dos investimentos coletivos no Brasil até a década de 60.

Tal formato, entretanto, não era de agrado de todos os investidores. Especialmente para as sociedades de investimento que se organizavam no formato aberto, ou seja, que

---

<sup>17</sup> CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 54.

permitiam a entrada e retirada contínua de investidores de seu quadro, o capital fixo<sup>18</sup> e a duplicidade de tributação eram um grande entrave<sup>19</sup>.

Mesmo diante dessa realidade, foi a mesma Portaria 309/1959 do Ministério da Fazenda que mencionou pela primeira vez a permissão às Companhias de Crédito Financiamento e Investimento para a constituição de fundos sob o formato de condomínio. Não era sem razão essa previsão: tal instrumentalização já havia sendo utilizada no Brasil desde 1957 pelo Fundo de Investimentos CRESCINCO, o primeiro fundo a utilizar-se do formato condominial no país.

Antes mesmo da referida portaria, a legislação tributária já havia referenciado a constituição dos fundos de investimento sob a forma de condomínio no art. 82<sup>20</sup> da lei 3.470/1958, legislação aplicável ao imposto de renda. Tais fundos, desde que atendidos requisitos específicos, não seriam considerados pessoas jurídicas para fins de tributação. Essa previsão trouxe um grande diferencial aos fundos organizados sob o formato condominial, assegurando-lhes segurança jurídica e evidente vantagem na questão tributária.

Permanecia, todavia, a questão relativa ao capital fixo das sociedades de investimento, situação que buscou ser amenizada com a permissão de constituição da sociedade anônima de capital autorizado pela lei 4.728/1965, que previu que o capital subscrito na companhia dessa espécie fosse inferior ao autorizado pelo respectivo estatuto, como também trouxe a permissão, em seu art. 50<sup>21</sup>, de que os fundos em condomínio que

---

<sup>18</sup> O capital fixo é a porção de capital da empresa que não é consumido em um ciclo produtivo, representando geralmente por imóveis, máquinas e equipamentos. (v. SANDRONI, Paulo. *Novíssimo Dicionário de Economia*. São Paulo: Editora Best Seller, 1999, p. 80). A constituição da sociedade empresária enquanto pessoa jurídica exige a existência de um capital fixo, que deverá ser integralizado pelos acionistas ou quotistas, e que determinará a porção de participação de cada sócio ou acionista no empreendimento. A existência de capital fixo é um contrassenso para um fundo de investimento, especialmente aberto, uma vez que o capital aportado pelos sócios, investidores, deveria ser integralmente utilizado para o exercício social do fundo, qual seja a compra e venda de participações societárias.

<sup>19</sup> À época, os rendimentos originários das pessoas jurídicas sofriam uma dupla tributação: a de Imposto de Renda da Pessoa Jurídica, quando os investimentos rendiam lucros ainda quando formalmente de propriedade da sociedade de investimentos, e uma nova tributação de Imposto de Renda da Pessoa Física, quando os rendimentos passavam à propriedade pessoal dos investidores. Essa dupla tributação era um entrave ao investimento através de.

<sup>20</sup> Lei 3.470/58: Art. 82. Para efeito de tributação do imposto de renda, não são considerados pessoas jurídicas, (Vetado) os fundos constituídos em condomínio e administrados por sociedades de investimentos fiscalizadas pela Superintendência da Moeda e do Crédito, desde que não seja aplicada em uma só empresa importância superior a 10% (dez por cento) do valor do fundo e haja distribuição anual, pelos condôminos, dos resultados auferidos.

<sup>21</sup> Lei 4.728/65: Art. 50. Os fundos em condomínios de títulos ou valores mobiliários poderão converter-se em sociedades anônimas de capital autorizado, a que se refere a Seção VIII, ficando isentos de encargos fiscais os atos relativos à transformação.

realizassem sua transformação em sociedades anônimas de capital autorizado ficassem isentos de encargos fiscais relativos à transformação.

Conforme aponta ainda Mario Tavernard Martins de Carvalho<sup>22</sup>, o vocábulo “fundo” passou a ser comumente utilizado como sinônimo de fundos organizados sob a forma de condomínio, existindo ainda a possibilidade de organizar os investimentos coletivos através de sociedades de investimento de capital fixo e de sociedades de investimento de capital autorizado, conforme mencionado.

O formato condominial, todavia, foi se consolidando como o preferido dos investidores, culminando com a expedição da Resolução 145/1970 do Banco Central do Brasil, que regulava a constituição do Fundo Mútuo de Investimento, em um formato muito similar àquele encontrado hoje nas normativas da Comissão de Valores Mobiliários.

Através dessa normativa, diferenciou-se claramente a função dos administradores do fundo daquela destinada aos investidores, origem do capital destinado ao investimento. Sobre o avanço, escreve Mario Tavernard Martins de Carvalho:

A institucionalização dos fundos de investimento como ente autônomo representou um importante avanço, pois ao separar o patrimônio dos administradores e dos investidores, atendiam-se tanto aos anseios do governo, nomeadamente do Banco Central, como dos investidores em geral, visto que proporcionava a estes mais segurança e segregação de riscos.<sup>23</sup>

Diante das vantagens apresentadas, e da adequação às necessidades práticas dos investidores, o modelo condominial pouco a pouco se transformou na regra da organização do investimento coletivo no Brasil, resultando na uniformização deste modelo através das instruções normativas da CVM, especialmente após o advento da Lei 10.303/2001, que, como já abordado, fixou a sua competência para a regulação desta matéria.

---

<sup>22</sup> CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Op. Cit.*, p. 62.

<sup>23</sup> CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Op. Cit.*, p. 63.

### 1.3.2. *Venture Capital*: Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE)

Como afirmado anteriormente, o conceito de *venture capital* indica uma forma de investimento, mas não a sua materialização. No Brasil, o fundo de investimento que tradicionalmente encontra-se ligado aos investimentos da espécie *venture capital* é o chamado Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), com atual regulação dada pela Instrução CVM 209/1994.

Tal orientação é a seguida pela ABVCAP, que no excerto “Estrutura legal dos fundos de investimento de Private Equity e Venture Capital no Brasil” indica a ligação existente entre o FMIEE e os investimentos de *venture capital*:

Os fundos de *venture capital* no Brasil são conhecidos como Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), e foram criados e regulamentados pela Instrução CVM 209/94. Tais fundos são constituídos sob a forma de condomínio fechado e possuem dez anos como prazo máximo de duração (Instrução CVM 209/94, Artigo 2º).<sup>24</sup>

Em que pese o conceito de empresa emergente ser abstrato, mas estar relacionado à definição de *venture capital* já apresentada anteriormente – de investimentos realizados em empresas ainda em estágios iniciais de desenvolvimento mas com grande potencial de expansão – a Instrução CVM 204/1994 traz uma definição objetiva para o conceito.

São consideradas empresas emergentes, para a CVM, aquelas cujo faturamento anual não ultrapasse R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de reais), apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão, sendo vedado ao fundo investir em sociedade cujo controle acionário seja detido por grupo de sociedades, de fato ou de direito, cujo patrimônio líquido consolidado seja superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais). Tais regras estão dispostas nos parágrafos primeiro e terceiro do art. 1º da referida Instrução.

---

<sup>24</sup> ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL (ABVCAP). *Estrutura legal dos fundos de investimento de Private Equity e Venture Capital no Brasil*. 2014, p. 08. Disponível em: <http://www.abvcap.com.br/Download/Guias/2727.pdf>. Acessado em 21/11/2016.

Originalmente, o limite de faturamento para que uma empresa se enquadrasse no conceito de empresa emergente era de R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões), na ocasião da edição da Instrução.

O mesmo art. 1º define o FMIEE como “uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes”, constituído sob a forma de condomínio fechado.

Sobre o FMIEE, assevera Mario Tavernard Martins de Carvalho:

os FMIEEs foram e continuam sendo muito importantes para o desenvolvimento do *venture capital* (capital de risco) no país. Por intermédio dessa participação em companhias emergentes, estimula-se o crescimento destas e se dinamiza a economia nacional.<sup>25</sup>

Por fim, necessário que se mencione que a CVM concebe ao menos duas espécies de fundos de investimento similares ao FMIEE, além do próprio: o Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes – Capital Estrangeiro (regulado pela Instrução CVM 278/1998) e o Fundo de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras (regulado pela Instrução CVM 209/1994). Em que pese suas especificidades, ambos são idênticos ao FMIEE naquilo que interessa ao presente estudo: são instrumentos de *venture capital*, definidos pela CVM como uma comunhão de recursos organizada sob a forma de condomínio. As análises a respeito do FMIEE aplicam-se, portanto, às duas outras espécies mencionadas.

### **1.3.3. *Private Equity*: Fundo de Investimento em Participações (FIP)**

Assim como o investimento de *venture capital* está associado ao FMIEE, o investimento de *private equity* relaciona-se diretamente aos FIPs – Fundos de Investimento em Participações, regulados pela Instrução CVM 391/2003. É a orientação adotada pela ABVCAP, que dedica o capítulo “Fundos de Private Equity” aos Fundos de Investimento em

---

<sup>25</sup> CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Op. Cit.*, p. 167.

Participações, no mesmo excerto “Estrutura legal dos fundos de investimento de Private Equity e Venture Capital no Brasil”<sup>26</sup>.

Os Fundos de Investimento em Participações também são definidos como uma comunhão de capital constituída sob a forma de condomínio fechado, caracterizando-se pela participação no “processo decisório da companhia investida”, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.

Sobre a influência do fundo na gestão das empresas investidas, escreve Mario Tavernard Martins de Carvalho:

Essa participação no processo decisório poderá dar-se em razão do fundo ser titular de ações que integrem o bloco de controle ou por intermédio da celebração de negócios jurídicos, como acordo de acionistas, ou adoção de procedimentos que assegurem essa efetiva influência. Não há exigência que o FIP seja o acionista majoritário ou controlador.<sup>27</sup>

Destaque-se, também, que a Lei 11.487/2007 instituiu o chamado Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE), regulado pela Instrução CVM 460/2007 e aplicando-se a eles, subsidiariamente, a regulação da Instrução CVM 391/2003. São fundos destinados especificamente ao investimento em projetos de infraestrutura, direcionados aos setores de energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação e outras áreas consideradas prioritárias pelo governo federal, conforme dispõe o art. 4º da Instrução CVM 460/2007.

Superada a explicação sobre a conexão dos conceitos de *private equity* e *venture capital* com os fundos de investimento analisados, necessário que se realize uma análise da natureza jurídica de tais fundos, baseado inicialmente nas definições trazidas pelas Instruções da CVM. A partir desta análise, será observada a se há ou não limitação de responsabilidade patrimonial em tais fundos, sob a ótica da organização do sistema jurídico brasileiro.

---

<sup>26</sup> ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL (ABVCAP). *Estrutura legal dos fundos de investimento de Private Equity e Venture Capital no Brasil*. 2014, p. 05. Disponível em: <http://www.abvcap.com.br/Download/Guias/2727.pdf>. Acessado em 21/11/2016.

<sup>27</sup> CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Op. Cit.*, p. 166

## 2. FUNDOS DE INVESTIMENTO EM *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL* COMO CONDOMÍNIOS: O ATUAL TRATAMENTO NORMATIVO

### 2.1. Natureza Jurídica

A dinamicidade do mercado de capitais pertence à sua própria natureza. Não por acaso a regulação dos fundos de investimento é realizada pela Comissão de Valores Mobiliários, autarquia em regime especial cuja constituição já foi abordada no capítulo anterior.

Como mencionado, os conceitos de *private equity* e *venture capital* são estranhos, *a priori*, ao direito, e foram importados dos estudos a respeito de investimentos, precipuamente advindos da teoria econômica. Sendo assim, não são através dos conceitos de *private equity* e *venture capital* que os fundos são instrumentalizados materialmente, mas através de dois tipos de fundos regulados pela CVM: o Fundo de Investimento em Participações (FIP) e o Fundo de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE).

A natureza e a constituição de tais instrumentos foram definidas pela CVM através de duas instruções normativas, e suas respectivas emendas e reformas: a Instrução CVM 209/1994 (FMIEE) e a Instrução CVM 391/2003 (FIP).

A CVM também possui uma normativa a ser aplicada a todos os fundos de investimento sem regulação específica, a Instrução CVM 555/2014.

Em que pese regulados por normativas diferentes, FMIEE e FIP são definidos pela mesma natureza jurídica em tais instrumentos: ambos são considerados uma “comunhão de recursos” constituída sob a forma de “condomínio fechado”:

Art. 1º O Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, *constituído sob a forma de condomínio fechado*, é uma *comunhão de recursos* destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes, e de sua denominação deverá constar a expressão "Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes".<sup>28</sup> - grifo nosso.

Art. 2º O Fundo de Investimento em Participações (fundo), *constituído sob a forma de condomínio fechado*, é uma *comunhão de recursos* destinados à aquisição de

---

<sup>28</sup> Instrução CVM 209/1994



ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.<sup>29</sup> - grifo nosso.

Não destoam desta definição a Instrução CVM 555/2014, que define fundos de investimento como “comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”.

A análise de tal constituição é fundamental para se entender a forma como tais instrumentos de investimento se organizam e o reflexo na responsabilidade patrimonial que possuem, objeto principal da análise.

### **2.1.1. Natureza Jurídica do Condomínio**

O estudo da natureza jurídica dos condomínios é bastante amplo e, por sua própria extensão, precisa ser definido em seu objeto aplicável ao FMIEE e ao FIP. O conceito de condomínio é analisado sob a ótica do direito real, em sua análise a respeito da propriedade.

Em tal análise, um condomínio é definido genericamente como a participação de múltiplos agentes no exercício simultâneo do direito de domínio sob uma coisa (*res*). Nesse sentido, escreve Maximiliano:

*Comunhão*, no sentido próprio, técnico, estrito, ocorre toda a vez que pertence uma coisa simultaneamente a duas ou mais pessoas em virtude de um direito real.

Há comunhão de propriedade, servidão, usufruto, uso e habitação. Denomina-se *condomínio em geral* a comunhão de propriedade.

Condomínio é uma relação de igualdade que se limitam reciprocamente; uma situação de equilíbrio que torna possível a coexistência de direitos iguais sobre a mesma coisa, limitando em cada um o poder de gozo e de disposição da mesma tanto quanto é exigido por igual direito dos outros.<sup>30</sup>

No mesmo sentido, escreve França:

---

<sup>29</sup> Instrução CVM 391/2003

<sup>30</sup> MAXIMILIANO, Carlos. *Condomínio*. 5ed, São Paulo: Feitas Bastos, 1961, p. 7.

Assim, conceituamos o condomínio ou compropriedade nestes termos: *é a espécie de propriedade em que dois ou mais sujeitos são titulares, em comum, de uma coisa indivisa (“pro indiviso”) atribuindo-se a cada condômino uma parte ou fração ideal da mesma coisa.*<sup>31</sup>

Esse compartilhamento, todavia, não causa a fragmentação da propriedade, que é exercida em uníssono por todos titulares. A propriedade permanece única, mas seu exercício é realizado pela pluralidade:

Não há propriedade múltipla sobre uma coisa: porém várias pessoas participando de uma só propriedade. A língua alemã, eminentemente precisa e técnica, deixa em evidência o conceito acima; possui dois vocábulos expressivos:

*Eigenthum* – domínio único; *Miteigenthum*, – condomínio, ou melhor, – um só domínio partilhado por diversos indivíduos.<sup>32</sup>

No mesmo sentido, escreve Arnaldo Rizzardo:

Concebe-se daí o condomínio quando uma coisa pertence a diversos proprietários e fica na indivisão, recaindo o direito de cada proprietário sobre o conjunto, e não sobre a porção de determinada coisa. A propriedade de um bem pertence *pro indiviso* a várias pessoas.<sup>33</sup>

Aquilo que caracterizaria o condomínio, portando, seria a indivisão da propriedade, exercida por uma pluralidade de titulares. Não haveria, *a priori*, uma porção determinada da coisa para cada coproprietário, que possa ser individualizada e indicada especificamente.

Arnaldo Rizzardo, todavia, apresenta uma visão diferenciada desse exercício plúrimo da propriedade:

Existem, basicamente, duas teorias que proporcionam a explicação do condomínio.

A primeira concentra-se na propriedade integral ou total de todos. A unanimidade dos condôminos exerce a propriedade sobre o bem. Cada um é proprietário do bem por inteiro, mas sem afastar a propriedade dos demais consortes. Ou seja, embora haja um direito de propriedade sobre toda a coisa, há, no entanto, limitação por força da propriedade dos outros condôminos. Em última análise, forma-se um concurso dos múltiplos direitos iguais de propriedade sobre a coisa.

---

<sup>31</sup> FRANÇA, Rubens Limongi. *Manual Prático do Condomínio*. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p. 4

<sup>32</sup> MAXIMILIANO, Carlos. *Op. Cit.*, p. 8

<sup>33</sup> RIZZARDO, Arnaldo. *Direito das Coisas*. 7ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 599

Pela segunda teoria, leva-se em conta em novo critério: cada condômino é proprietário de parte do bem. Forma-se propriedades plúrimas e parciais, mas sobre a *parte ideal* na coisa comum. Não se arreda, todavia, a propriedade plena na parte ideal. A soma da propriedade nas várias partes ideais forma o condomínio.<sup>34</sup> – grifo nosso.

Arnaldo Rizzardo, particularmente, se filia à segunda teoria mencionada, a de que cada condômino é titular de uma fração ideal da propriedade, que somente pode ser considerada em sua plenitude com a soma de todas as propriedades parciais.

Sob a ótica de tais definições é que devemos analisar a constituição dos fundos sob o modelo condominial. Os fundos de investimento são, em princípio, uma coletividade de capital – ou de capital e participações societárias, como será abordado adiante. Sobre essa coletividade é exercido um direito de propriedade que, no caso, se realiza através de uma pluralidade de titulares. É essa pluralidade de titulares do direito de propriedade sobre a coletividade patrimonial que caracteriza o condomínio. Portanto, ao adquirir uma quota de investimento de determinado fundo, o investidor-condômino adquire, sob a ótica da utilização específica da definição dos fundos como condomínios, o direito a exercer a propriedade de tais fundos em comunhão com os demais investidores.

Tal investidor seria titular de uma parcela ideal, na definição de Arnaldo Rizzardo, desta propriedade em comunhão, da qual exerceria o direito de propriedade em sua plenitude, ainda que “limitando em cada um o poder de gozo e de disposição da mesma tanto quanto é exigido por igual direito dos outros”, conforme escreve Maximiliano<sup>35</sup>.

Na prática, não é exatamente isso que se observa. Isso porque a razão de existência do fundo não comporta tal exercício de propriedade indivisível. A propriedade do capital aportado pelos investidores, que formaria o patrimônio sobre o qual existe a comunhão de propriedade, não é usufruída diretamente pelos investidores, uma vez que não são os investidores que determinam a forma de utilização deste capital na compra de participações societárias, mas sim o administrador do fundo no exercício de suas funções.

---

<sup>34</sup> RIZZARDO, Arnaldo. *Op. Cit.*, p. 600

<sup>35</sup> MAXIMILIANO, Carlos. *Op. Cit.*, p. 7

### 2.1.2. Condomínio sobre uma “comunhão de capital”

Conforme abordado, a definição dos fundos de investimento dada pela CVM é a de uma comunhão de capital constituída sob a forma de condomínio fechado.

Na prática, referenciar um condomínio fechado é dizer que, no caso específico dos fundos, há uma limitação no livre exercício de participação e investimento. Ou seja: via de regra, após a fase de captação de recursos inicial, não é permitida a entrada de novos investidores ou o aumento do investimento aportado inicialmente pelos quotistas, muito menos a retirada do investimento aportado antes que se encerre o ciclo de investimento. Sobre essa classificação, escreve Juliano Lima Pinheiro:

Fundo aberto emite ilimitadamente cotas, aceita investidores em geral e não tem limite de capital. Os recursos captados são investidos em novos ativos. O fundo fechado (no Brasil só permitido para renda variável) é lançado com número fixo de cotas; após a venda dessa quantidade de cotas, o fundo estará fechado pra novos investidores.<sup>36</sup>

Mesmo com tal situação, é inegável que a porção da propriedade do fundo é passível de individualização – mesmo que virtual – para cada investidor, tendo em conta a porção do investimento realizado inicialmente. Assim, parece mais adequada a classificação das espécies de condomínio utilizada por Arnaldo Rizzardo<sup>37</sup>, ao menos para a situação dos fundos de investimento, de forma que a propriedade plena dos fundos se constituiria com a união das porções ideais de cada condômino.

A redação das instruções da CVM utiliza expressamente o termo “frações ideais”, em consonância com a teoria adotada por Arnaldo Rizzardo:

Art. 18. As quotas do Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes corresponderão a *frações ideais* de seu patrimônio e assumirão a forma nominativa.<sup>38</sup> – grifo nosso.

---

<sup>36</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas*, 7ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 217

<sup>37</sup> RIZZARDO, Arnaldo. *Op. Cit.*, p. 600

<sup>38</sup> Instrução CVM 209/1994.

Art. 20. As cotas do Fundo de Investimento em Participações corresponderão a *frações ideais* de seu patrimônio líquido e assumirão a forma nominativa.<sup>39</sup> – grifo nosso.

Ainda, em que pese a redação relativamente confusa das definições trazidas pelas instruções CVM 209/1994 (art. 1º) e CVM 391/2003 (art. 2º), parece claro que a intenção normativa é identificar que a propriedade compartilhada é a da comunhão de capital destinado ao investimento, de forma que os condôminos são os investidores daquele fundo específico.

Em decorrência dessa lógica é que não se pode falar, em princípio, de personalidade jurídica para os fundos de investimento. Eles são, de acordo com as normativas da CVM, uma mera comunhão de recursos cuja propriedade, como exaustivamente tratado, se realiza através de um condomínio. Outros elementos que venham a questionar tal definição prévia serão abordados no capítulo seguinte.

Seguindo a análise, nos deparamos com outra questão sobre a caracterização dos fundos de investimento: de qual espécie de condomínio civil se tratam?

Orlando Gomes<sup>40</sup> classifica os condomínios em voluntários e decorrentes de lei, utilizando-se do termo “comunhão” para descrever tal situação de maneira mais abrangente. Por sua vez, também subdivide as comunhões legais em comunhão forçada e comunhão fortuita: aquela decorrente do inevitável estado de indivisão dos bens, tal como paredes, cercas, muros e valas, e esta se referindo a comunhão estabelecida entre os herdeiros em razão do falecimento do autor da herança.

Arnaldo Rizzardo<sup>41</sup>, por sua vez, preocupa-se em diferenciar condomínio de comunhão. Enquanto a comunhão seria o termo apropriado para a o compartilhamento de quaisquer direitos, sendo o condomínio uma das espécies de comunhão, onde tal compartilhamento recai especificamente sobre uma propriedade. Também logra diferenciar o condomínio das sociedades, ressaltando que enquanto o condomínio decorre do próprio objeto, constituindo-se, portanto, de um direito real, na sociedade o elemento que une os sujeitos participantes é a *affectio societatis*, sendo que o patrimônio da sociedade é apenas um instrumento para a consecução do seu objeto social.

Todavia, independentemente das classificações doutrinárias, o Código Civil indica expressamente a existência de três espécies de condomínio: (a) o condomínio voluntário, na

---

<sup>39</sup> Instrução CVM 391/2003

<sup>40</sup> GOMES, Orlando. *Direitos Reais*. 19ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008, p. 240.

<sup>41</sup> RIZZARDO, Arnaldo. *Op. Cit.*, p. 601/603.

qual há um exercício de propriedade plúrima sobre um bem indivisível, sobre o qual cada condômino pode utilizá-la conforme sua destinação; (b) o condomínio necessário, obrigatório por força de lei e que, segundo o código civil, se constitui sobre “meação de paredes, cercas, muros e valas”; e (c) o condomínio edilício, que se constitui das partes de edificações que são propriedade comum de uma pluralidade de pessoas.

Analisar os fundos de investimento sob a ótica desta classificação nos traz alguns problemas. Inicialmente parece evidente que não poderíamos classifica-los como condomínios edilícios ou condomínios necessários, uma vez que suas características são absolutamente diferentes daquelas indicadas pelo código, a saber: a propriedade em comum de uma edificação da qual se possam identificar unidades autônomas e “meação de paredes, cercas, muros e valas”, respectivamente. Por exclusão, nos restaria a classificação dos fundos de investimento como condomínios voluntários.

A adesão a tal classificação se mostra coerente em alguns sentidos: *prima facie*, parece coerente afirmar que a comunhão de capital, destinada ao investimento e que constitui o fundo, é um todo indivisível do qual os acionistas adquirem apenas as quota-partes, ou seja, a “fração ideal” (como inclusive tratam as Instruções da CVM) do patrimônio daquele fundo. Mesmo que não possamos afirmar que os condôminos de tal fundo possam exercer o direito disposto no art. 1.314 do Código Civil, ou seja, “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”, ainda assim parece razoável afirmar que esse direito foi delegado ao administrador do fundo, que, conforme se observa da análise das Instruções da CVM, possui liberdade de exercício de todos esses direitos inerentes aos próprios condôminos.

Aliás, a redação do §1º do art. 23 da Instrução CVM 209/1994 se apresenta em consonância com a ideia de que todos os investidores-condôminos são portadores de direitos homogêneos sobre o fundo de investimentos:

Art. 23. A emissão, subscrição e integralização de quotas atenderão aos termos, condições e valores estipulados no Regulamento e informados no processo de registro de distribuição na Comissão de Valores Mobiliários, quando for o caso.

§1º Todas as quotas do Fundo *asseguram os mesmos direitos a seus detentores*. – grifo nosso.

A classificação dos fundos de investimento em condomínios voluntários é defendida, também, por Ruy Rosado de Aguiar Junior:

Sendo condomínio, não é condomínio clássico, tradicional ou necessário, que surge ordinariamente imposto às pessoas por uma exigência da lei ou dos fatos, sempre provisórios (considerado em si um mal, causa de litígios e disputas) e passível de extinção pela vontade de um dos condôminos (art. 1320 do Código Civil), nem se trata de uma simples esperança de condomínio (*spes condominii*), como propôs o Professor Ruy Cirne Lima, a se realizar quando da liquidação. *Trata-se de um condomínio voluntário*, figura que não é estranha ao nosso direito, já que regula, entre outras, a hipótese de condomínio para a incorporação imobiliária. Também não se cuida de mera expectativa de direito, porquanto *a copropriedade já se estabelece sobre as quotas dos fundos, independentemente da futura liquidação.*<sup>42</sup> - grifo nosso.

Ainda no mesmo sentido, Juliano Lima Pinheiro também defende a classificação dos fundos de investimento como condomínios voluntários, em razão da adesão voluntária dos investidores ao fundo:

Os fundos são condomínios voluntários porque seus proprietários participam dele por livre e espontânea vontade, visando atender a interesses individuais de investimento.<sup>43</sup>

Todavia, podem existir interpretações contrárias. Em um recente julgado do Tribunal Regional Federal da 3ª Região, o Desembargador Carlos Muta classifica os fundos de investimento como “condomínios especiais” com tratamento específico:

7. Diferentemente do que ocorre com o condomínio em geral, os recursos investidos no fundo não podem ser, pelo quotista, objeto de uso *"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"* (artigo 1.314, Código Civil), sendo inclusive denominada como *"condomínio especial"*.

8. A reunião de recursos em fundo de investimento não permite aos quotistas manter seu direito de propriedade sobre os valores, mas apenas sobre as quotas representativas. Aliás, todos esses poderes são transferidos ao administrador do fundo, tal como disposto no artigo 10 da IN CVM 391: *"O administrador terá*

---

<sup>42</sup> AGUIAR JUNIOR, Ruy Rosado de. *Aspectos dos Fundos de Investimento*. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luís Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Org.). Estudos jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha. Ribeirão Preto: Migalhas, 2012. v. 3, p. 286-302.

<sup>43</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Op. Cit.*, p. 216

*poderes para exercer todos os direitos inerentes aos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo, inclusive o de ação e o de comparecer e votar em assembleias gerais e especiais, podendo delegar para o gestor esses poderes, no todo ou em parte".*<sup>44</sup>

A definição dos fundos de investimento como “condomínios especiais” não é novidade na doutrina brasileira. Historicamente, a dificuldade de encontrar uma classificação exatamente adequada para os fundos de investimento levou alguns autores a defenderem a tese de que se tratariam de condomínio *sui generis*, cujo desenvolvimento teórico ainda precisava ser delimitado pela doutrina.

Conforme indica Nicole Mattar Haddad Terpins<sup>45</sup>, em dissertação de mestrado apresentada na Universidade de São Paulo no ano de 2013, sob a orientação do professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, tal classificação foi proposta por Felix Ruiz Alonso na versão inaugural da Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro, no ano de 1971, no qual conclui, em seu texto intitulado “Fundos de Investimento”, que tais instrumentos são um alargamento do instituto clássico do condomínio.

Em que pese ser compreensível a intenção de indicar a necessidade de um tratamento diferenciado para os fundos de investimento, não parece ser razoável defender a instituição de uma nova modalidade de condomínio se as características indicadas nas instruções normativas que regulamentam tais fundos podem ser absolutamente compatíveis com as características dos condomínios já tradicionalmente classificados pela doutrina e pelo próprio Código Civil.

Ademais, se a *ratio decidendi* do acórdão referido se funda na ideia de que o exercício dos direitos de propriedade é transferido ao administrador do fundo, e, portanto, não é plenamente exercido pelos quotistas, tal fundamento não enseja uma diferenciação tamanha que justifique a sua classificação em “condomínio especial”. Isso porque tal característica não passa de simples delegação de poderes ao administrador.

Nesse aspecto, quem outorga poderes ao administrador para “exercer todos os direitos inerentes aos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo, inclusive o de ação” são os investidores-condôminos, uma vez que o condomínio não possui personalidade jurídica a ponto de ser titular de direitos. O administrador do fundo seria,

---

<sup>44</sup> TRF3. AGRAVO LEGAL EM AGRAVO DE INSTRUMENTO Nº 0025727-14.2015.4.03.0000/SP. Rel. Des. Federal CARLOS MUTA, p. 12/02/2016.

<sup>45</sup> TERPINS, Nicole Mattar Haddad. *A natureza jurídica dos Fundos de Investimento Imobiliário*. Dissertação de Mestrado em Direito: USP, 2013. Orientador Prof. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa.



portanto, um mandatário de todos os investidores-condôminos no exercício dos seus direitos de propriedade, conforme escreve Ruy Rosado de Aguiar Junior:

o administrador é mandatário dos condôminos, uma vez que estes não podem exercer diretamente o poder de disposição sobre os valores mobiliários integrantes da carteira do fundo, mas apenas sobre as suas quotas, em relação às quais agem como sendo proprietários.<sup>46</sup>

No mesmo sentido, também entende Juliano Lima Pinheiro:

Os cotistas proprietários do fundo nomeiam – ou aceitam, se já nomeado – um administrador ou mandatário, que se serve de um contrato de mandato, regulamentos e outros instrumentos jurídicos, para administrar os valores do condomínio, segundo regras previamente estabelecidas.<sup>47</sup>

Assim, desnecessária a classificação dos fundos de investimento em “condomínios especiais”, sendo razoável que seja adotada a classificação de condomínio voluntário, tendo em vista ser o instituto melhor aplicável ao caso concreto ao se admitir a caracterização trazida pelas instruções da CVM. Como afirmado, o único diferencial para as definições do Código Civil é que o exercício dos direitos de uso conforme a destinação da coisa não é diretamente exercido pelos condôminos, mas delegado ao administrador, mandatário deste exercício.

Por fim, necessário enfrentar uma última característica dos fundos de investimento: a sua titularidade de quotas e ações nas empresas investidas. Essa parece ser a questão mais complexa sob análise.

Uma vez constituídos, e dispondo do capital reunido através da aquisição das quotas dos fundos pelos investidores, o administrador e sua eventual equipe realizarão as aquisições de participações societárias nas empresas que pretendem investir, tal qual é a razão de existência do FIP e do FMIEE. Ocorre que, no momento de tal aquisição, não há somente um aporte de capital na empresa investida, mas o fundo de investimentos passa a ser, virtualmente, proprietário daquelas quotas ou ações, figurando nos instrumentos societários como quotista ou acionista da empresa investida.

---

<sup>46</sup> AGUIAR JUNIOR, Ruy Rosado de. *Op. Cit.*, p 300.

<sup>47</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Op. Cit.*, p. 216

Tal situação se mostra particularmente complexa justamente sob a ótica do exercício do direito de propriedade da participação societária. Não se poderia afirmar que o fundo, *per se*, possa ser titular de propriedade, tendo em vista que o fundo é o próprio objeto da propriedade compartilhada. A propriedade somente pode ser exercida por pessoas, sejam físicas ou jurídicas, de modo que um ente despersonalizado não poderia, *a priori*, usufruir de tal direito<sup>48</sup>.

De tal forma, somente podemos considerar duas possibilidades para que o fundo “titularize” as quotas e ações das empresas investidas: ou devemos reformular toda a definição dos fundos de investimento, reconhecendo a sua personalidade jurídica e os direitos a ela inerentes, ou então devemos considerar que as quotas e ações são parte do patrimônio partilhado entre os investidores, ou seja, que são um “substitutivo” dos recursos financeiros inicialmente aportados. Assim, na última definição, o fundo não seria apenas uma comunhão de recursos financeiros, mas também uma comunhão de ações e quotas, cujos titulares seriam, em última instância, os próprios investidores.

Quanto a possibilidade de reconhecimento de uma personalidade jurídica ao fundo, tal assunto será abordado do Capítulo seguinte. Para o momento, nos resta concluir que a única possibilidade de considerarmos os fundos de investimento como uma comunhão de recursos organizada sob a forma de condomínio é admitir que, entre tais recursos, incluem-se as ações das empresas investidas, como parte do patrimônio objeto da comunhão.

## **2.2. Responsabilidade patrimonial de um condomínio de capital**

Permanecendo no fio condutor que nos leva a considerar exatamente as disposições das normativas da CVM, que caracterizam os fundos de investimento como condomínios sobre uma comunhão de capital destinada a investimento, devemos analisar detalhadamente qual é o reflexo dessa caracterização na responsabilização patrimonial do condomínio e dos condôminos.

---

<sup>48</sup> Pontes de Miranda relaciona intimamente o fato de ser pessoa, de possuir personalidade, com a capacidade de titularizar direitos. Para o Autor, a personalidade, seja física ou jurídica, significa exatamente ter a capacidade de ser sujeito de direitos, de modo que não havendo personalidade, não há capacidade de ser sujeito de direitos, e, portanto, não há capacidade de se titularizar a propriedade. A respeito disso, ver CAPITULO I – PESSOAS *in*: PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado – Parte Geral – Tomo I*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 243/246.

Antes de adentrarmos o tema, necessário que se pontue a presente análise não trata de atos praticados com dolo por parte do administrador do fundo ou pelos investidores, cuja responsabilização é realizada sob a ótica dos atos praticados, e não constitui objeto deste estudo.

O Código Civil dispõe de maneira indireta sobre as responsabilidades patrimoniais dos condôminos, de modo que, admitida a caracterização dos fundos como condomínios, não há outra possibilidade se não a de nos atermos de tais disposições para realizarmos essa análise.

De tal forma, os artigos 1.315 e 1.317 trazem disposições que afirmam a responsabilidade pessoal dos condôminos sobre dívidas contraídas “para a conservação ou divisão da coisa, e a suportar os ônus a que estiver sujeita”, bem como a presunção de responsabilidade individual no caso de dívida contraída por todos os condôminos. Vejamos:

*Art. 1.315. O condômino é obrigado, na proporção de sua parte, a concorrer para as despesas de conservação ou divisão da coisa, e a suportar os ônus a que estiver sujeita.*

Parágrafo único. Presumem-se iguais as partes ideais dos condôminos. – grifo nosso.

*Art. 1.317. Quando a dívida houver sido contraída por todos os condôminos, sem se discriminar a parte de cada um na obrigação, nem se estipular solidariedade, entende-se que cada qual se obrigou proporcionalmente ao seu quinhão na coisa comum. – grifo nosso.*

O raciocínio é, portanto, estritamente silogístico: se o tratamento dado aos fundos de investimento é o de condomínio fechado, conforme dispõe das instruções da CVM, a sua constituição somente poderá ser enquadrada no sistema do condomínio voluntário. Isso porque o fundo de investimento, em última análise, é constituído através de uma adesão voluntária do investidor, não sendo um condomínio necessário e muito menos edifício. Tal adequação já foi tratada anteriormente.

Sendo assim, as disposições do Código Civil levam a crer na *responsabilidade patrimonial pessoal dos condôminos* frente a responsabilidades contraídas em favor do condomínio, *respeitando-se a proporção de acordo com a fração ideal de cada condômino*.

Nesse sentido, também encontramos respaldo na decisão proferida pelo Desembargador J. B. Paula Lima, do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo:

O condomínio é um ente despersonalizado, não tem personalidade jurídica, quando muito personalidade judiciária, ficção a permitir seja parte em juízo.

Quem responde pelas obrigações do condomínio, via de consequência, são os condôminos.<sup>49</sup>

Sob a ótica da função dos fundos de investimento, é natural concluir que essa não seria a tutela de responsabilização patrimonial mais adequada aos interesses dos investidores. A função econômica dos fundos, e a natureza dos seus condôminos – investidores dispostos a ganhar ou perder de acordo com as variações inerentes aos negócios a que se propõem – não se coaduna com tal espécie de responsabilização.

Todavia, observe-se que essa é a única conclusão a que se pode chegar sob a análise do sistema legal brasileiro e das definições estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários. Se os fundos são condomínios, não se tratando de condomínios necessários ou edilícios, o tratamento dado pela codificação civil é a da *responsabilização pessoal dos condôminos*.

Obviamente, tratamos aqui de uma situação que, por si só, já se configura uma excepcionalidade. Para entender esta análise, é necessário apontar em quais situações seria necessário discutir tal responsabilização.

A razão de ser dos fundos de investimento em *private equity* e *venture capital* é a compra de participações societárias em empresas com objetivo de expansão e valorização das ações ou quotas adquiridas, e posterior venda de tais participações, distribuindo-se o lucro desta operação entre os investidores. Enquanto vigente tal investimento, o fundo é, conforme já abordado, um proprietário virtual – visto que, não possuindo personalidade jurídica, não pode ser proprietário de direito – das ações ou quotas das empresas investidas. Em última análise, portanto, a propriedade daquela parcela acionária que nos registros empresariais pertence ao fundo, é titularizada por todos os investidores membros do fundo, em condomínio.

Ou seja: toda a participação acionária do fundo de investimento é, em verdade, uma propriedade partilhada por todos os investidores, visto que não é possível individualizar, a cada investidor, quais participações lhe pertencem dentre as empresas objeto do investimento.

---

<sup>49</sup> TJSP. Apelação Cível n. 0046035-69.2009.8.26.0562. Rel. Des. J. B. Paula Lima, j. 23/06/2015

Ocorrendo, em remota hipótese, a desconsideração da personalidade jurídica da empresa investida, a responsabilidade patrimonial, como sabida, poderá recair sobre os acionistas ou quotistas daquela empresa, conforme a sua constituição jurídica. Eis que, responsabilizando-se o fundo de investimentos, em verdade se estará responsabilizando a coletividade dos investidores daquele fundo, visto que, conforme demonstrado, não há qualquer proteção patrimonial dos condôminos quando da “responsabilização de um condomínio”.

Aliás, para ser exatamente técnico, não existe responsabilização do condomínio, já que o condomínio não constitui uma figura jurídica autônoma que possa titularizar obrigações, mas sim a responsabilização direta dos investidores, que são os reais proprietários – em condomínio – das quotas ou ações da empresa cuja personalidade jurídica foi desconsiderada, na proporção de sua quota-parte naquele condomínio.

### **3. FUNDOS DE INVESTIMENTO EM *PRIVATE EQUITY* E *VENTURE CAPITAL* COMO SOCIEDADE DE CAPITAL: UM RETORNO AO MODELO INICIAL**

#### **3.1. Inadequação do modelo condominial aos fundos de *private equity* e *venture capital***

Os fundos de investimento surgem, conforme abordado no primeiro capítulo desse estudo, como uma forma de organização dos investimentos realizados pelas sociedades de investimento, pessoas jurídicas constituídas especialmente para tal fim. A regulamentação dos investimentos era realizada por instrumentos privados firmados entre os acionistas de tais sociedades, organizando a forma como aquela parcela do capital da sociedade seria aportado para o investimento em outras empresas.

Foram através de tais sociedades que os primeiros fundos surgiram, configurando-se, naquele momento, como a parcela de capital investida em outras companhias, e cuja regulação do investimento se dava através de instrumentos firmados entre os sócios e demais participantes.

Sobre tal organização, escreve Terpins:

As sociedades então reguladas pela Portaria 359/1959 podiam se organizar como sociedades de investimento (sociedades anônimas) ou em conta de participação, tendo como sócio ostensivo sociedades de investimento. Os fundos eram constituídos por intermédio de tais sociedades. Os fundos em conta de participação resultavam da celebração de um contrato entre os sócios ostensivos e participantes, estruturado como uma espécie de regulamento, que se referia à aplicação em um fundo. O vocábulo “fundo” era até então utilizado para identificar os recursos aportados dentro de uma companhia, ou por meio da constituição de uma sociedade em conta de participação.<sup>50</sup>

A utilização de uma pessoa jurídica especificamente destinada ao investimento em outras empresas é um formato perfeitamente coerente ao objetivo dos investidores. Isso porque o objeto social da sociedade de investimentos é a compra de participações societárias com o puro objetivo de investir no crescimento e desenvolvimento da empresa investida para que, ao término do período de investimento, essa participação societária seja vendida para

---

<sup>50</sup> TERPINS, Nicole Haddad Terpins. *A natureza jurídica dos Fundos de Investimento Imobiliário*. Dissertação de Mestrado em Direito: USP, 2013. Orientador Prof. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, p. 67.

outro investidor (ou para os próprios sócios originais da empresa investida) por um preço superior ao aportado inicialmente.

Ou seja: o objetivo da sociedade de investimentos é lucrar com a compra e posterior venda das participações societárias, nenhuma novidade em se tratando da constituição de qualquer empreendimento empresarial.

Aliás, tais objetivos, que eram e continuam sendo a essência das agregações para investimento (seja em qual formato se organizem), são justamente os elementos que caracterizam os fundos de investimento como sociedades, como será abordado adiante.

De qualquer forma, o fato é que com o passar do tempo, a opção pela organização dos fundos de investimento como condomínios foi um caminho tomado não somente pelos investidores, mas pela própria legislação regulamentadora, em atenção a tal realidade.

Considerando que a organização do investimento através de pessoas jurídicas atenderia perfeitamente as suas características, por qual razão houve a opção dos investidores pela organização de tais instrumentos na forma de condomínios?

A resposta se encontra no pragmatismo: a burocracia necessária para a gestão de uma sociedade empresarial seria contrária à dinâmica característica desse tipo de investimento.

O primeiro fundo brasileiro constituído sob a forma de condomínio foi o chamado Fundo CRESCINCO, pertencente à *International Basic Economic Corporation* (IBEC), do grupo Rockefeller.

Escrevendo sobre o tema, Nicole Mattar Haddad Terpins afirma que, em que pese sua constituição sob a forma de condomínio, “as regras do fundo eram totalmente incompatíveis com as regras do condomínio civil, o que levou Peter Walter Ashton a escrever tese de mestrado defendida perante a Universidade de Miami, dedicada a demonstrar tais incompatibilidades e propugnar a incorporação do *Investment Company Act* de 1940 às leis brasileiras.”<sup>51</sup>

O registro histórico feito por Peter Ashton<sup>52</sup> sobre o fundo CRESCINCO é uma importante fonte para entendermos a adoção e o desenvolvimento da utilização de fundos de investimento como condomínios. Em correspondências trocadas entre o autor e o Sr. R. W. Greenebaum, um dos idealizadores do fundo CRESCINCO, é afirmado que a opção pelo

---

<sup>51</sup> TERPINS, Nicole Mattar Haddad. *Op. Cit.*, p. 66

<sup>52</sup> ASHTON, Peter Walter. *Companhias de Investimento*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963, p. 41.

modelo condominial somente ocorreu em razão da necessidade dos constituidores do fundo de evitar o capital fixo, requisito necessário à constituição de sociedades de investimento.

Portanto, a opção pelo modelo condominial foi se consolidando não pela adequação do instituto às características da organização do investimento coletivo, mas pelo puro pragmatismo: evitar as formalidades necessárias à constituição e exercício de atividade de uma sociedade, especialmente àqueles fundos que trabalhavam sob a espécie aberta, ou seja, com entrada e retirada contínua de investidores.

Sobre o insucesso do modelo societário para a organização do investimento coletivo, e a opção pelo modelo condominial – em que pese a inadequação da forma – pontua Nicole Mattar Haddad Terpins:

O insucesso da solução societária decorreu, pois, das circunstâncias relatadas acima, e, em especial, da insegurança acerca da utilização de sociedades não personificadas, as quais embora permitidas por lei, não ofereciam aos investidores a segurança própria das sociedades por ações. A sociedade por ações, por sua vez, era considerada como um modelo inflexível, incapaz de acomodar as necessidades dos fundos de investimento, em especial, em relação às chamadas de capital. A despeito das normas então constantes na Lei 4.782/65 acerca do capital autorizado (lançado na época como um atrativo ao modelo societário, visto que supostamente afastaria as restrições às novas camadas de capital), entendia-se o processo ainda complexo e demorado, por demandar a necessidade de deliberação da Assembleia Geral ou do Conselho de Administração. A expressão “fundos de investimento” acabou então por abranger tanto as sociedades de investimento (constituídas como espécies societárias) como os fundos organizados sob a forma condominial.<sup>53</sup>

Em que pese ser considerável que o modelo societário seja contrário ao interesse dos investidores, e compreensível a opção por um modelo menos oneroso aos investidores e ao administrador do fundo, as características dos fundos de investimento os distanciam consideravelmente do modelo condominial.

A opção inicial de organizar o investimento coletivo através de sociedade de investimentos foi adotada justamente porque é este instituto jurídico, o da sociedade, que mais se adequa a organização do investimento coletivo, pelas características que serão apresentadas a seguir.

---

<sup>53</sup> TERPINS, Nicole Mattar Haddad. *Op. Cit.*, p. 68-69



### 3.2. Características societárias dos FIPs e FMIEEs

Como observado, portanto, a opção da organização dos fundos de investimento como condomínios foi conjuntural, mas que, por sua natureza menos burocrática e de maior flexibilidade de instrumentalização, pouco a pouco se tornou o modelo predominante dos fundos de investimento.

Ocorre que a análise de tais instrumentos deve ser muito mais aprofundada, enraizada na essência dos fundos e nas características que possuem, independente daquilo que as Instruções da CVM dizem a respeito de sua constituição.

Cabe o questionamento, portanto, se a razão de ser de um fundo de investimento comporta a sua organização através do condomínio, ou se sua essência carrega elementos caracterizadores de uma sociedade, seja simples ou empresária, ou mesmo se poderíamos conceber a identificação de uma personalidade jurídica para tais fundos.

A primeira grande característica dos fundos de *private equity* e *venture capital*, instrumentalizados através dos FIPs e FMIEEs, é seu objetivo de gerar lucro. É da essência do investimento que o seu resultado seja um ganho de capital por parte do investidor, que somente deposita a sua confiança naquele fundo, através da aquisição de suas quotas, na fé de ver a multiplicação de seu investimento.

Há, portanto, uma associação de capital entre os investidores muito semelhante à das sociedades de capital: não há uma reunião dos investidores em razão de suas qualificações pessoais, constituindo uma ligação *intuitu personae* entre as partes, mas meramente a constituição de uma comunhão do capital aportado para a aquisição de quotas do fundo. O que interessa é o capital aportado, e não quem são os investidores que compõem o quadro de quotistas, mesmo porque a gestão do fundo estará delegada ao administrador.

Eis aí outra questão pertinente: o adquirido pelos investidores são as quotas do fundo, tal como se adquirissem ações de uma sociedade de capital.

O elemento mais claramente diferenciador, todavia, é o objetivo do negócio jurídico existente entre as partes envolvidas. O professor Fabio Konder Comparato aborda de maneira profunda a diferenciação entre o condomínio e a sociedade, estabelecendo como elemento diferenciador o objeto da comunhão: enquanto no condomínio a comunhão recai sobre o bem em si, e o seu uso, na sociedade a comunhão recai sobre os objetivos comuns dos seus

constituintes, sendo que os bens são apenas instrumentos para a consecução do referido objetivo:

A distinção deve ser pesquisada na natureza da causa, enquanto elemento objetivo do negócio jurídico. Na comunhão, é o uso e o gozo em comum da mesma coisa, sem qualquer referência a uma ulterior finalidade coletiva. Em outras palavras, a comunhão é do objeto e não dos objetivos. Na sociedade, ao revés, essa comunhão de escopo é essencial. A utilização em comum dos bens sociais, quando juridicamente possível, como nas sociedades civis (Código Civil, art. 1.368, n. II), não existe por si mesma, mas como meio de se atingir o objetivo comum: a produção de lucros. Assim, o acento tônico, nos negócios de comunhão, é posto nos próprios bens comuns, ao passo que, na sociedade, os bens sociais são simples instrumentos para o exercício de uma *atividade*, com o intuito lucrativo. É essa atividade econômica coletiva que constitui, propriamente, o objeto social. De um lado, pois, há comunhão de bens sem exigência de uma atividade coletiva; de outro, uma atividade em comum, em função da qual os bens sociais adquirem uma característica puramente instrumental.<sup>54</sup>

Erasmão Valadão de Azevedo e Moraes França também escreveu sobre o tema, em um parecer em que analisava a natureza jurídica de um fundo de investimento específico. A diferenciação feita por Fábio Konder Comparato também foi o elemento de definição:

Sendo a atividade da sociedade um *prius*, os bens não assumem valor autônomo, mas assumem um valor na medida em que constituem o *instrumento para o exercício da atividade*; daí a normal transformação dos bens originariamente conferidos em outros bens, precisamente aqueles que são necessários para o exercício da atividade ou na atividade; daí a contínua modificação da consistência patrimonial da sociedade, em contraposição à normal estabilidade dos bens que estão em comunhão. De outra parte, o objeto da atividade é, na sociedade, aquele estabelecido no contrato social, sendo absolutamente independente dos bens que se achem, em um dado momento, no patrimônio social.

Na comunhão, ao invés, constituído o bem um *prius* com respeito à atividade, o momento dinâmico é condicionado pelo bem comum: a atividade é aquela necessária à fruição do bem, não se pode ir além; e, naturalmente, variando o bem, varia a atividade que é requerida para a sua fruição, isto é, para a obtenção daquelas utilidades econômicas que o bem pode oferecer.<sup>55</sup>

Ainda, Erasmão Valadão de Azevedo e Moraes França traz outro elemento diferenciador, que reforça a ideia da natureza societária dos fundos de investimento e

---

<sup>54</sup> COMPARATO, Fábio Konder. *O Poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 1983, p. 118.

<sup>55</sup> FRANÇA, Erasmão Valadão Azevedo e Moraes. *A natureza jurídica dos fundos de investimento. Conflito de interesses apurado pela própria assembleia de quotistas. Quórum qualificado para destituição de administrador de fundo*. In: *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 190.

complementa a caracterização trazida pelo professor Fabio Konder Comparato: o patrimônio dos fundos de investimento é dinâmico, sendo constituído de ações e quotas de empresas investidas, cuja alteração poderá variar com o tempo, sequer sendo possível determinar sobre quais empresas recairão tal investimento no momento de aporte financeiro inicial dos investidores:

Como se vê, não há um bem específico sobre o qual se exerça um domínio comum, mas uma “contínua modificação da consistência patrimonial (...), em contraposição à normal estabilidade dos bens que estão em comunhão” – para usar as palavras de Ferri.<sup>56</sup>

Sendo o condomínio a comunhão sobre a propriedade de bens específicos, tal caracterização se incompatibiliza com o instituto, ficando sua natureza muito mais aproximada da dinamicidade de patrimônio inerente às sociedades.

Tais características não são observadas somente no campo da razão de existência dos fundos. A organização interna e a dinâmica de decisões também cumpre um importante papel diferenciador dos fundos de investimento para com os condomínios civis. Várias são as características objetivas que os equiparam a uma sociedade: o seu regulamento constitutivo muito similar a um estatuto social, a previsão de decisões que deverão ser tomadas de maneira assemblear, através da assembleia dos investidores quotistas, dentre outras. Sobre tais características, assevera Nikolai Sosa Rebelo, analisando o Fundo de Investimento em Participações:

Apesar de determinar-se que o Fundo de Investimento em Participações se constitui na forma de condomínio, existem algumas características dessa organização que se assemelham a uma forma societária. Primeiro, o fato de ter um regulamento dá a entender uma forma associativa; segundo, este é o ponto que merece destaque, é o fato da existência de Assembleia Geral de quotistas, semelhante a uma associação ou a uma Sociedade Empresária. A assembleia tem poderes para substituir o administrador, definir normas do regulamento, bem como alterá-las e distribuir novas quotas, entre outras deliberações.<sup>57</sup>

Ainda, um importante elemento de análise da questão da equiparação dos fundos de investimento às sociedades de capital é o art. 50 da lei 4.728/1965, a lei do mercado de

---

<sup>56</sup> FRANÇA, Erasmo Valadão Azevedo e Moraes. *Op. Cit.*, p. 192

<sup>57</sup> REBELO, Nikolai Sosa. *A sociedade empresária e a captação de recursos de private equity e venture capital – estudo interdisciplinar do financiamento empresarial*. Porto Alegre: Buqui, 2013, p. 81-82.

capitais, que prevê a isenção de taxas para a conversão de fundos em condomínio para sociedades anônimas de capital autorizado.

Tal aproximação pode ser considerada uma evidência da aproximação dos fundos em condomínio das sociedades de capital, reconhecida pelo próprio legislador:

Art. 50. Os fundos em condomínios de títulos ou valores mobiliários poderão converter-se em sociedades anônimas de capital autorizado, a que se refere a Seção VIII, ficando isentos de encargos fiscais os atos relativos à transformação.

Por fim, cabe ressaltar que o professor Fabio Konder Comparato conclui a sua análise sobre os fundos de investimento afirmando que tais instrumentos deveriam ser considerados, em seu tratamento jurídico, como sociedades irregulares, não personificadas, chamadas pelo atual Código Civil de sociedade em comum:

A nosso ver, portanto, a comunhão de ações constituída em vista do controle não é instituto do direito das coisas, e a ela não se aplicam as regras do condomínio, notadamente a limitação do prazo da indivisão (Código Civil, art. 629, parágrafo único), mas as normas próprias das sociedades mercantis em comum ou irregulares, destituídas de personalidade jurídica. Os bens e as dívidas sociais, como se diz excelentemente no Projeto de Código Civil (art. 1.025), constituem patrimônio especial, de que os sócios são titulares em comum.<sup>58</sup>

A reflexão sobre tal conclusão é bastante importante. Como é sabido, a caracterização dos fundos de investimento como sociedades não lhes atribui, automaticamente, a constituição de uma personalidade jurídica. Segundo exige o Código Civil, a personalidade jurídica se constitui após o registro:

Art. 45. *Começa a existência legal das pessoas jurídicas de direito privado com a inscrição do ato constitutivo no respectivo registro, precedida, quando necessário, de autorização ou aprovação do Poder Executivo, averbando-se no registro todas as alterações por que passar o ato constitutivo.*

Parágrafo único. Decai em três anos o direito de anular a constituição das pessoas jurídicas de direito privado, por defeito do ato respectivo, contado o prazo da publicação de sua inscrição no registro. – grifo nosso.

---

<sup>58</sup> COMPARATO, Fabio Konder. *Op. Cit.*, p. 119.

A redação do art. 45 dá margem a uma interpretação pretensamente ampla do registro constitutivo da personalidade jurídica, tendo em vista que o termo “respectivo registro” pode ser interpretado como a existência de diferentes registros, de acordo com a lei, pertinentes à constituição de uma personalidade jurídica.

Há de se considerar, nesse sentido, que a constituição de fundos de investimento tem procedimento específico, que prescinde de registro e autorização de funcionamento pela CVM. Todavia, nos parece claro que as instruções que regulamentam tais fundos, especialmente o FIP e FMIEE, objeto desta análise, claramente dispõem a intenção de não atribuir personalidade jurídica aos fundos.

Todavia, caso houvesse a intenção do legislador, ou da própria CVM (em que pese parecer, em princípio, que a autarquia não possui competência para tal), de atribuir personalidade jurídica aos respectivos fundos, parece perfeitamente viável que se atribua às formalidades necessárias à constituição e registro dos fundos como suficientes para lhes atribuir autonomia de personalidade, em conformidade com o art. 45 do Código Civil.

### **3.3. Limitação de responsabilidade patrimonial**

A caracterização dos fundos de investimento como sociedades não lhes atribui, como demonstrado, uma personalidade jurídica. Aliás, tal diferenciação ocorre de maneira bastante clara na doutrina. Alexandre Gir Gomes, ao escrever sobre as sociedades despersonalizadas no Código Civil, assevera que somente a personalidade jurídica tem caráter constitutivo, a ser formada através do registro próprio conforme preleciona o art. 45 do Código Civil, mas a qualidade de sociedade é apenas declarada no momento do registro, visto que existe a partir de sua constituição fática, não dependendo de registro para tal.

Da mesma forma, assevera que a diferenciação da sociedade em empresária ou simples dependerá da atividade exercida pela sociedade, e não está vinculada à existência ou não de personalidade e jurídica:

Tais ponderações e distinções são relevantes porque permitem concluir que as sociedades no Código Civil podem ser personificadas ou não, dependendo da efetivação ou não de registro próprio e na forma da lei, que terá valor meramente declaratório, ao mesmo tempo que podem ser empresárias ou não, dependendo da

atividade exercida, não havendo vinculação alguma, nem relação de causa e efeito, entre a personificação e a qualificação da sociedade em empresária ou simples.<sup>59</sup>

Estando clara tal diferenciação resta a conclusão inevitável: mesmo que os fundos de investimento sejam considerados sociedades, serão, seja por ausência de previsão legal expressa seja por declaração objetivamente disposta nas instruções normativas da CVM, sociedades despersonalizadas.

Sendo, pois, sociedades despersonalizadas, o tratamento dado à limitação de responsabilidade patrimonial é o mesmo que se considerados os fundos como condomínios, qual seja, a responsabilização pessoal dos sócios, ou mais precisamente para a questão em análise, a responsabilização pessoal dos quotistas do fundo de investimentos.

Há, todavia, questões específicas para tal caracterização.

As sociedades não personificadas são definidas pelo Código Civil em duas espécies: a sociedade em comum e a sociedade em conta de participações. Desde já, parece ser mais adequado que os fundos de investimento sejam atendidos, caso considerados sociedades, pela tutela das sociedades em comum, assim como concluiu Fabio Konder Comparato<sup>60</sup>.

Tal opção se dá pelos seguintes motivos: a sociedade em conta de participações é definida pelo Código Civil como sendo uma sociedade em que “a atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente pelo sócio ostensivo, em seu nome individual e sob sua própria e exclusiva responsabilidade, participando os demais dos resultados correspondentes.” (art. 991). Sabemos que, no caso do fundo de investimentos, a atividade do fundo é exercida, em sua quase total plenitude – respeitando-se, obviamente, os mecanismos deliberativos próprios – pelo administrador do fundo.

Todavia não parece razoável afirmar que o administrador do fundo possa ser considerado como o sócio ostensivo, isso porque ele é apenas mandatário dos poderes delegados pelos quotistas, conforme abordado no capítulo II, posição defendida por Ruy Rosado do Aguiar Filho<sup>61</sup> e Juliano Lima Pinheiro<sup>62</sup>.

---

<sup>59</sup> GOMES, Alexandre Gir. *Sociedades Não Personificadas no Código Civil*. In: WALD, Arnaldo (org.). Doutrinas Essenciais Direito Empresarial: vol. I – Teoria Geral da Empresa. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 453.

<sup>60</sup> COMPARATO, Fabio Konder. *Op. Cit.*, p. 119

<sup>61</sup> AGUIAR JUNIOR, Ruy Rosado de. *Aspectos dos Fundos de Investimento*. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luís Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Org.). Estudos jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha. Ribeirão Preto: Migalhas, 2012. v. 3, p. 286-302.

A caracterização dos fundos como sociedades, considerando a insistência das normativas em classificá-los como condomínios, somente poderia enquadrá-los na definição de sociedades em comum, que o Código Civil define como aquelas que não registraram seus atos constitutivos. Se o fundo não se reconhece, *a priori*, como sociedade, pode-se dizer que seus atos constitutivos como sociedade – mesmo que meramente declaratórios, conforme já indicado por Alexandre Gir Gomes<sup>63</sup> – ainda não foram registrados, regendo a sua regulamentação pelos artigos respectivos da sociedade em comum.

Considerando, portanto, tal abordagem, o Código Civil traz um tratamento bastante claro às sociedades em comum na questão das obrigações contraídas em favor da sociedade: a de que “os bens e dívidas sociais constituem patrimônio especial, do qual os sócios são titulares em comum”, conforme exata redação do art. 988 do Código Civil.

Da mesma forma, é positivado que “os bens sociais respondem pelos atos de gestão praticados por qualquer dos sócios, salvo pacto expreso limitativo de poderes, que somente terá eficácia contra o terceiro que o conheça ou deva conhecer.” (art. 989), regulamentando-se, por derradeiro, que “todos os sócios respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais, excluído do benefício de ordem, previsto no art. 1.024, aquele que contratou pela sociedade” (art. 990).

Ou seja: há, pelo legislador, o reconhecimento da existência de um “patrimônio especial”, que responde com preferência, poderia se dizer, pelas obrigações contraídas em favor da sociedade. Esvaindo-se tal patrimônio, a esfera patrimonial dos sócios é ilimitadamente atingida.

Não poderia ser tutela mais pertinente: os fundos de investimento possuem patrimônio próprio, que responderá pelas obrigações contraídas. Sendo tal patrimônio insuficiente, em razão da deliberada ausência de personalidade jurídica dos fundos, haverá a responsabilização ilimitada dos investidores quotistas. É a consequência clara do reconhecimento de tais fundos como sociedades, considerando a sua não personalidade.

A questão restaria pacificada até este ponto se não restasse um elemento nevrálgico, e de grande relevância: mesmo que os fundos de investimento sejam considerados sociedades, não é possível afirmar que tal associação se dê em caráter pessoal, ou seja, que os fundos de investimento sejam sociedades *intuitu personae*. O que une os investidores no fundo é seu

---

<sup>62</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas*, 7ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 216

<sup>63</sup> GOMES, Alexandre Gir. *Op. Cit.*, p. 453.

aporte de capital, e não as características pessoais de cada investidor que, aliás, podem sequer se conhecer. Nesse sentido, assevera Nelson Eizirik:

Os fundos de investimento, ao contrário do que ocorre com as companhias de investimento, apresentam uma feição contratual 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 [sic] ao administrador, que lhes presta serviços de administração e gestão de seus recursos.

64

Defender a tutela dos fundos de investimento através da sociedade em comum seria, portanto, defender a existência de uma sociedade de capital – e portanto *intuitu pecuniae* – não personificada.

Ocorre que o art. 986 do Código Civil, que define a sociedade em comum, ressalva expressamente que não serão consideradas sociedades em comum as sociedades “por ações em organização”, ou seja, sociedades por ações, regidas pela Lei 6.404/76, que estejam em processo de organização. Isso porque, conforme afirma Luiz Fernando Mussolini Junior, a sociedade por ações:

adquire personalidade jurídica com sua constituição na forma da lei, sendo certo que se os atos respectivos não forem arquivados, os seus primeiros diretores, como regra, serão considerados responsáveis, pessoal e ilimitadamente, pelas obrigações, sendo certo que nenhuma companhia pode funcionar sem que os mesmos tenham sido arquivados e publicados (artigos 94 e 99 da Lei nº 6404/76).<sup>65</sup>

Diante desse cenário, três possibilidades se apresentam para o reconhecimento dos fundos de investimento como sociedades.

Na primeira, seria reconhecida a possibilidade de uma sociedade em comum *intuitu pecuniae*, uma vez que, de fato, os fundos de investimento não são sociedades por ações em processo de organização, e portanto não se enquadrariam na hipótese de vedação do art. 986 do Código Civil.

---

<sup>64</sup> EIZIRIK, Nelson; *et al. Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, 3ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 83.

<sup>65</sup> MUSSOLINI JUNIOR, Luiz Fernando. *Das Sociedades não Personificadas no Novo Código Civil*. Palestra realizada em 19/08/03, dentro do Simpósio promovido pela OAB/SP e pela EADESP da Fundação Getúlio Vargas, disponível em: <http://artigoscheckpoint.thomsonreuters.com.br/a/2fey/das-sociedades-nao-personificadas-no-novo-codigo-civil-luiz-fernando-mussolini-junior>. Acessado em: 14/11/2016.



Na segunda, se entenderiam os fundos de investimento como espécie de sociedade não personificada sem previsão no Código Civil, e portanto *sui generis*, cujo desenvolvimento teórico ficaria absolutamente à cargo da doutrina.

Na terceira, reconhecer-se-ia que as formalidades exigidas pelas Instruções Normativas da CVM para a constituição dos fundos de investimento são elementos suficientes para atribuir-lhes personalidade jurídica, na forma do art. 45 do Código Civil.

A questão é que nenhuma dessas três possibilidades é clara o suficiente no nosso sistema jurídico, e ensejaria um estudo específico de cada elemento caracterizador. O certo é que definir a natureza dos fundos de investimento é essencial para a determinação da responsabilidade patrimonial dos investidores.

Para o momento, resta a aproximação daquilo que é mais evidente nas normativas regulamentadoras dos fundos de investimento: há, em sua redação, a clara opção pela não personalização dos fundos.

Nisso, ao menos, podemos seguir uma linha de raciocínio estável: em todas as sociedades não personificadas a responsabilidade dos sócios é ilimitada. E esta parece ser a tutela, nas condições regulamentadoras estabelecidas até então, mais próxima de ser imediatamente aplicada aos fundos de investimento, a da responsabilização ilimitada dos investidores, frente à ausência de personalidade dos fundos de investimento.

### **3.4. Interesse dos Investidores**

O universo jurídico comumente sofre para acompanhar a realidade daquilo que busca regulamentar. Na ânsia de se conceber um sistema jurídico sem lacunas, os juristas se veem forçados a criar adaptações de novos conceitos a velhas formas, a fim de não deixar desamparada qualquer situação que possa causar reflexo no âmbito do direito.

Mesmo quando diante dessa realidade é preciso estar atento não só àquilo que o objeto tutelado parece ser, mas essencialmente àquilo que pretende ser. Isso é ainda mais evidente quando estamos tratando de relações empresariais: o reflexo da forma como os instrumentos negociais e comerciais são tratados no direito está diretamente relacionado à reflexos econômicos que transcendem os conflitos da individualidade de cada lide.

Nessa toada, é importante entendermos qual a intenção de ser dos fundos de investimento em *private equity* e *venture capital*, e qual a instrumentalização mais adequada à consecução de sua razão de existir.

Conforme abordado no primeiro capítulo, tais fundos são formados por investidores profissionais, dispostos a correr os riscos inerentes a esse tipo específico de mercado, dispondo parcela de seu capital para o investimento na aquisição de quotas dos fundos de investimento. Há uma grande diferença, todavia, em arriscar a parcela de investimento especificamente destinado para tal, ou seja, para o eventual ganho ou perda no investimento em quotas e ações de empresas, e o risco de por em “garantia forçada” todo o patrimônio de sua esfera pessoal.

A limitação de responsabilidade patrimonial é fundamental ao atendimento dos interesses do investidor. O capital a ser posto em risco deve se limitar ao quinhão aplicado naquele investimento, tanto para dar segurança a que o investidor continue investindo em outros fundos e outras carteiras quanto para que o investimento seja incentivado e a oferta de capital ocorra em maior abundância no mercado.

Todavia, conforme observamos no capítulo anterior, tal intenção entra em cheque quando consideramos os fundos de investimento como condomínios. Isso porque, conforme demonstrado, no caso de uma eventual responsabilização do fundo, o que se estará responsabilizando será, em verdade, a coletividade dos investidores pessoalmente, uma vez que um condomínio, sendo uma espécie de exercício de propriedade, não poderia titularizar quotas e ações per si.

Não diferente ocorre se, mesmo considerando a possibilidade de compreendermos os fundos como sociedades, atendermos aos ditames da regulação da CVM, que expressamente afirma a não personalização dos fundos.

Ressalte-se que essa não é a interpretação julgada ideal, mas apenas aquela decorrente da interpretação do sistema jurídico brasileiro, que dá tal tratamento aos condomínios e a responsabilidade de seus condôminos, bem como às sociedades não personalizadas.

Observe-se que mesmo entre os investidores, há uma ideia comum de que eles não são titulares dos ativos do fundo, mas apenas titulares das quotas do fundo, sendo o fundo o verdadeiro titular das ações e quotas. Tal é o que se extrai, por exemplo, dos materiais

produzidos pela Associação Brasileira de *Private Equity e Venture Capital* (ABVCAP) sobre o tema.

No excerto “Estrutura Legal dos fundos de *Private Equity e Venture Capital* no Brasil”, a associação indica que os investidores têm direitos sobre a totalidade da carteira de investimentos, mas de maneira proporcional à sua quota-parte. Todavia, ressalva que o investidor não é proprietário direto dos ativos do fundo:

A participação do investidor em um fundo de investimento se dá por intermédio das chamadas “quotas”. *A titularidade das quotas do fundo não concede aos investidores propriedade direta sobre os ativos do fundo.* Os investidores, geralmente, possuem direito sobre a carteira de investimento do fundo um todo. *Cada investidor tem direito sobre a totalidade da carteira, proporcionalmente ao número de quotas que detém.*<sup>66</sup> - grifo nosso.

A redação da referida cartilha evidencia o ideário por trás dos instrumentos: logicamente há, no senso comum do investidor, a ideia da separação entre aquilo que investiu e a titularidade dos ativos do fundo. O investidor se coloca como um quotista do fundo, e não das empresas as quais o fundo titulariza, virtualmente, quotas ou ações.

Essa interpretação é lógica, acima de tudo. Não é razoável que qualquer um espere comprometer seu patrimônio pessoal sem que exerça pessoalmente a administração daquilo que pode por em risco tal patrimônio. Não à toa a organização do investimento coletivo surge através de sociedades, personalizadas, cujo objeto social era o investimento.

Em razão desse ideal é que há a necessidade de se realizar esse resgate histórico dos fundos de investimento, entendendo como surgiram e qual função detém na economia brasileira. Se o modelo condominial não é adequado formalmente – como demonstrado – e o societário não atende aos interesses dos investidores, talvez seja necessário um esforço legislativo para adequar os instrumentos às suas necessidades e características peculiares.

Somente assim abandonaremos o fetichismo pelos sistemas mistos e hibridismos – com seus enxertos e construções teratológicas de sistemas jurídicos absolutamente distintos do nosso – para que passemos a construir uma teoria e uma regulação pura, verdadeiramente adequada à realidade jurídica e econômica do nosso país.

---

<sup>66</sup> ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL (ABVCAP) (Org.) *Estrutura Legal dos fundos de Private Equity e Venture Capital no Brasil*. 2014. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/2727.pdf>>.

## CONCLUSÃO

Ao encerrar essa análise, o resultado do questionamento sobre a limitação de responsabilidade patrimonial nos fundos de investimento é bastante distinta daquela pressuposta na hipótese inicial formulada.

Pressupunha-se, inicialmente, que a responsabilização dos investidores somente poderia ocorrer no caso de caracterização de fraude, abuso de direito ou qualquer outra ilegalidade perpetrada pelos investidores através dos fundos. A regra deveria ser, portanto, a limitação de responsabilidade dos investidores.

Essa conclusão pareceu, em linha de princípio, bastante lógica em razão da função primordial que os fundos de investimento, e mais especificamente os fundos de investimento em *private equity* e *venture capital*, representa na economia. Como instrumentos essenciais para a obtenção de recursos pelas empresas que recebem os investimentos, a limitação de responsabilidade patrimonial seria um elemento essencial de segurança dos investidores de fomento à aplicação de suas reservas financeiras nestas espécies de fundo.

Ocorre que, dada a análise realizada, não é essa a situação que se apresenta.

Em que pese se entender a importância que essa limitação patrimonial traz ao mercado, tanto a adoção do modelo condominial ditado pela CVM, quanto a opção pelo modelo societário (considerando, ainda, a expressa opção normativa pela não personalização dos fundos) redundam na responsabilidade pessoal dos investidores.

A começar porque a tutela dos condomínios, pelo direito brasileiro, deixa claro que os condôminos são pessoalmente responsáveis pelas obrigações contraídas em favor do condomínio, na proporção de sua quota parte, ainda mais considerando que a única espécie condominial prevista no Código Civil, que seja adequada ao modelo dos fundos de investimento, é a do condomínio voluntário, conforme fundamentam os autores apresentados.

A opção pelo modelo condominial atendeu a interesses bastante claros, de evitar os entraves burocráticos causados pela organização dos investimentos coletivos através de sociedades anônimas, especialmente a exigência de capital fixo – situação incompatível com a dinamicidade da composição acionária da empresa, especialmente se trabalhasse no modelo aberto.

A desburocratização trouxe consigo um preço: ao abandonar o modelo de sociedade por ações, abandonou-se, por consequência, a personalidade jurídica e a limitação de responsabilidade patrimonial dos investidores.

Ocorre que a organização societária é característica intrínseca aos fundos. Afinal, a reunião de investidores para que o montante de capital integralizado seja utilizado na compra de participações societárias tem o único fim de que a venda posterior destas participações traga um resultado lucrativo aos investidores. Há, portanto, como na lição apresentada pelo professor Fabio Konder Comparato, um destaque a comunhão de objetivos – o lucro a partir da compra e venda de participações societárias – e não do objeto – a participação acionária em si – entre os investidores.

Ocorre que, mesmo com o reconhecimento do caráter societário dos fundos de investimento em *private equity* e *venture capital*, isso não lhes atribui diretamente uma personalidade jurídica, e, portanto, não causa a limitação de responsabilidade patrimonial. Enquanto a caracterização de sociedade pode ser extraída das características da comunhão entre os investidores, a existência de personalidade jurídica carece de forma específica definida por lei, optando as instruções da CVM por identificarem expressamente os fundos de investimento de *private equity* e *venture capital* como entes não personalizados.

Se não há personalidade jurídica, não há limitação de responsabilidade patrimonial dos investidores.

Observa-se, portanto, que independente de entendermos a natureza jurídica dos fundos de investimento como condominial ou societária, na atual sistemática de organização dos fundos e de sua regulação pela CVM, haverá responsabilização pessoal dos investidores. A única diferença será que no modelo condominial os investidores são responsáveis na proporção de sua quota parte (art. 1.315 do Código Civil), enquanto no modelo societário a responsabilização é ilimitada, respeitando-se a preferência na execução do chamado “patrimônio especial” da sociedade não personalizada (arts. 989 e 990 do Código Civil).

Tal conclusão é certamente indesejável, apesar de inevitável. É evidente que a forma como os fundos de investimento em *private equity* e *venture capital* se organizam lhes aproxima muito mais de uma sociedade *intuitu pecuniae*, tal como uma sociedade anônima fechada, do que de um condomínio voluntário ou de uma sociedade não personificada. Contudo, esse é o resultado da construção teratológica de tentativas de adaptação dos fundos ao sistema legal brasileiro, sempre buscando adequar-se às necessidades dos investidores e à

total falta de um instituto jurídico que se coadune exatamente às características e necessidades das organizações de investimento coletivo.

Se a intenção é a limitação de responsabilidade patrimonial dos investidores, atendendo às características do investimento coletivo, a opção mais adequada continua sendo a da constituição de uma sociedade de capital no formato fechado, o mesmo modelo adotado historicamente no Brasil com o início do desenvolvimento do financiamento coletivo, nas décadas de 40 e 50. Todavia, a questão do capital fixo e da tributação continuam sendo, como naqueles tempos, os mesmos empecilhos.

Isso só vem a demonstrar o quanto ainda é necessário avançar na regulação desses institutos, atendendo à necessidade de limitação da responsabilidade patrimonial dos investidores, a fim de lhes garantir a devida segurança do investimento e uma oferta cada vez maior de capitais no mercado brasileiro – cenário essencial para o desenvolvimento econômico do país.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGUIAR JUNIOR, Ruy Rosado de. *Aspectos dos Fundos de Investimento*, in: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luís Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Org.). Estudos jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha. Ribeirão Preto: Migalhas, 2012. v. 3, p. 286-302.
- ASHTON, Peter Walter. *Companhias de Investimento*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL (ABVCAP). *Como funciona a indústria de private equity, seed e venture capital?* 2015. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Guias/2726.pdf>>. Acessado em 19/11/2016.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL (ABVCAP). *Estrutura legal dos fundos de investimento de Private Equity e Venture Capital no Brasil*. 2014. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Guias/2727.pdf>> Acessado em 19/11/2016.
- CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.
- COMPARATO, Fabio Konder. *O Poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 1983.
- CVM. *Instrução Normativa nº 209*, de 25 de março de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes. Instrução CVM nº 209, de 25 de março de 1994. Rio de Janeiro, RJ.
- CVM. *Instrução Normativa nº 391*, de 16 de julho de 2003. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003. Rio de Janeiro, RJ.
- FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*, 17ed. Rio de Janeiro: Qualymark, 2010.
- FRANÇA, Erasmo Valadão Azevedo e Moraes. A natureza jurídica dos fundos de investimento. Conflito de interesses apurado pela própria assembleia de quotistas. Quórum qualificado para destituição de administrador de fundo. In: *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009.
- FRANÇA, Rubens Limongi. *Manual Prático do Condomínio*. Rio de Janeiro: Forense, 1989.
- GOMES, Alexandre Gir. Sociedades Não Personificadas no Código Civil. In: WALD, Arnoldo (org.). *Doutrinas Essenciais Direito Empresarial: vol. I – Teoria Geral da Empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.
- GOMES, Orlando. *Direitos Reais*. 19ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.
- LOPES, João do Carmo; ROSSETI, José Paschoal. *Economia Monetária*, 9ed. São Paulo: Atlas, 2013.
- MAXIMILIANO, Carlos. *Condomínio*. 5ed, São Paulo: Feitas Bastos, 1961.
- MUSSOLINI JUNIOR, Luiz Fernando. *Das Sociedades não Personificadas no Novo Código Civil*. Palestra realizada em 19/08/03, dentro do Simpósio promovido pela OAB/SP e pela

EADESP da Fundação Getúlio Vargas. Disponível em: <<http://artigoscheckpoint.thomsonreuters.com.br/a/2fey/das-sociedades-nao-personificadas-no-novo-codigo-civil-luiz-fernando-mussolini-junior>>. Acessado em: 14/11/2016.

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas*, 7ed. São Paulo: Atlas, 2014.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado – Parte Geral – Tomo I*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

REBELO, Nikolai Sosa. *A sociedade empresária e a captação de recursos de private equity e venture capital – estudo interdisciplinar do financiamento empresarial*. Porto Alegre: Buqui, 2013.

RIZZARDO, Arnaldo. *Direito das Coisas*. 7ed, Rio de Janeiro: Forense, 2014.

ROSSI, Luiz Egydio Malamud. *Manual de Private Equity e Venture Capital: Passos para atração de investidores e alocação de recursos*. São Paulo: Atlas, 2010.

TERPINS, Nicole Mattar Haddad. *A natureza jurídica dos Fundos de Investimento Imobiliário*. Dissertação de Mestrado em Direito: USP, 2013.

VITAL, Sebastião Marcos. *Fundos de Investimento – medida de seu desempenho*, in: Revista Brasileira de Economia. Rio de Janeiro, jul/set 1973.