

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE DIREITO

Mateus Almeida Nogueira

**REFLEXÕES ACERCA DAS ALTERAÇÕES PROMOVIDAS PELA
LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA NOS
FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES**

Belo Horizonte

2023

Mateus Almeida Nogueira

**REFLEXÕES ACERCA DAS ALTERAÇÕES PROMOVIDAS PELA
LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA NOS
FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Faculdade de Direito da Universidade Federal de
Minas Gerais como requisito para a obtenção do
diploma de bacharel em Direito.

Belo Horizonte

2023

Mateus Almeida Nogueira

**REFLEXÕES ACERCA DAS ALTERAÇÕES PROMOVIDAS PELA
LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA NOS
FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Faculdade de Direito da Universidade Federal de
Minas Gerais como requisito para a obtenção do
diploma de bacharel em Direito.

Belo Horizonte, 6 de dezembro 2023.

BANCA EXAMINADORA

Profa. Rua Carneiro Neves
Orientador

Prof.
Primeiro Membro

Prof.
Segundo Membro

Dedico esse trabalho e faço agradecimentos à minha orientadora Rubia; aos meus tios Flávio e Darli; ao meu irmão Tiago; e aos meus pais Dalmo e Eliane.

RESUMO

Este trabalho foi elaborado como resultado de investigação realizada com o objetivo de analisar se congruentes com o ordenamento jurídico brasileiro, as alterações introduzidas pela Lei de Liberdade Econômica – Lei nº 13.874/19 (BRASIL, 2019) no Código Civil (BRASIL, 2002), que atribuiu a natureza de condomínio especial para os fundos de investimentos e que admitiu a possibilidade de limitação da responsabilidade dos cotistas por dívidas dos fundos, sem a eles atribuir personalidade jurídica. Com revisão bibliográfica e análise normativa, foi refutada a hipótese segundo a qual a presença de previsão de limitação da responsabilidade necessariamente dependeria da estipulação de personalidade jurídica do fundo de investimento. Concluiu-se que referidas alterações encontram respaldo no objetivo de promoção da livre iniciativa e exercício de atividade econômica e endereçaram a caracterização dos fundos como condomínio especial justamente para manter a sua submissão a peculiar regime jurídico a cargo da Comissão de Valores Mobiliários, dotada de agilidade para promover alterações normativas conforme as necessidades da realidade. Do mesmo modo, apurou-se como congruente a previsão de limitação de responsabilidade com base no entendimento de que o fundo de investimento se constitui como universalidade de direitos, dotado, portanto, de patrimônio destacado do patrimônio dos cotistas, que passa a funcionar como centro autônomo de imputação de direitos e deveres e, responde pelos deveres contraídos em decorrência do exercício de sua finalidade. Do que se conclui compatível a previsão de responsabilidade limitada dos cotistas dos fundos de investimentos, ainda que ele não seja dotado de personalidade jurídica.

Palavras-chave: Fundos de investimento em participações. Condomínios. Natureza especial. Responsabilidade Limitada. Personalidade Jurídica.

ABSTRACT

This work was prepared as a result of research carried out with the aim of analyzing whether are consistent with the Brazilian legal system, the changes introduced by the Economic Freedom Law - Law N° 13,874/19 (BRAZIL, 2019) to the Civil Code (BRAZIL, 2002), which attributed the nature of a special condominium to investment funds and which admitted the possibility of limiting the liability of shareholders for the funds' debts, without giving them legal personality. A review of the literature and an analysis of the rules refuted the hypothesis that the presence of a limitation of liability provision would necessarily depend on the

investment fund having legal personality. It was concluded that these changes are supported by the objective of promoting free enterprise and the exercise of economic activity and addressed the characterization of funds as a special condominium precisely to maintain their submission to a peculiar legal regime under the responsibility of the Securities and Exchange Commission, which has the agility to promote regulatory changes according to the needs of reality. Similarly, the provision for limiting liability was found to be consistent on the basis of the understanding that the investment fund is constituted as a university of rights, endowed, therefore, with assets separate from the assets of the shareholders, which starts to function as an autonomous center for the attribution of rights and duties and is liable for the duties contracted as a result of the exercise of its purpose. The conclusion is that the provision for limited liability of investment fund shareholders is compatible, even if the fund does not have legal personality.

Keywords: Equity investment funds. Condominiums. Special nature. Limited liability. Legal Personality.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais -

BCB - Banco Central do Brasil

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

CMN - Conselho Monetário Nacional

FIP Fundo de investimento em participações

LLE - Lei de Liberdade Econômica

SUMOC - Superintendência de Moeda e Crédito

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	8
2. FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	10
2.1. REGULAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL	10
2.2. FUNDOS DE INVESTIMENTO	16
2.3. FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	18
2.3.1. Política de investimento dos fundos de investimento em participações.....	19
2.3.2. Categorias de fundos de investimento em participações.....	22
2.4. CONSTITUIÇÃO E REGISTRO.....	23
2.5. ADMINISTRADORES, GESTORES E PRINCIPAIS PRESTADORES DE SERVIÇOS.....	25
2.6. COTAS E A CONDIÇÃO DE COTISTA DO FIP	27
3. NATUREZA JURÍDICA E REGIME DE RESPONSABILIDADE DOS COTISTAS DO FIP À LUZ DA LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA.....	29
3.1. DEBATE ACERCA DA NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	29
3.1.1. Teoria Societária ou Associativa	31
3.1.2. Teoria Condominial ou da copropriedade	33
3.2. ALTERAÇÕES ADVINDAS DA INSERÇÃO DOS ARTS. 1.368-C E 1.368-D NO CÓDIGO CIVIL	34
3.3. REGIME DE RESPONSABILIDADE DOS COTISTAS DE FIP À LUZ DA LLE	36
3.3.1. Responsabilidade pela integralização das cotas subscritas.....	36
3.3.2. Responsabilidade por aportes extraordinários	37
3.3.3. Responsabilidade pelo patrimônio líquido negativo do fundo	38
3.3.4. Responsabilidade pela posição de controle nas companhias investidas	39
3.3.5. Responsabilidade por eventuais garantias prestadas pelo fundo.....	40
4. REFLEXÕES ACERCA DA LIMITAÇÃO DA RESPONSABILIDADE NO FIP A PARTIR DA LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA	41
4.1. ANÁLISE DA INSTITUIÇÃO DO CONDOMÍNIO DE NATUREZA ESPECIAL	41
4.1.1. Posicionamento quanto ao emprego do termo “especial”	42
4.1.2. Posicionamento quanto à definição da natureza jurídica condominial.....	43
4.2. ANÁLISE DA FACULTADA LIMITAÇÃO DE RESPONSABILIDADE AOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	45
5. CONCLUSÃO.....	50
REFERÊNCIAS:	52

1. INTRODUÇÃO

Os fundos de investimento são buscados por investidores em razão da possibilidade de contar com gestão profissional dos recursos financeiros aplicados e de ter acesso à diversificação estratégica a custos reduzidos, podendo-se alcançar resultados com base na organização de carteira de investimento que se imagina não seria alcançada por meio do empenho individual do próprio investidor.

Nesse contexto, embora o Brasil conte com uma das maiores indústrias de fundos de investimento do mundo¹, até a edição da Lei nº 13.874/2019 (BRASIL 2019), não havia legislação que contivesse detalhamento acerca da natureza jurídica dos fundos e seus desdobramentos, o que ocasionava a percepção de incertezas por parte dos agentes desse mercado, bem como a demanda por disposições que conferissem maior segurança jurídica à atuação dos fundos na economia brasileira.

Diante desse cenário, com o fim de identificar o conjunto de normas que melhor ancorariam a atividade econômica dos fundos e, pretendendo atender às demandas decorrentes do efetivo funcionamento operacional destes, por vários anos os especialistas em Direito Empresarial dedicaram esforços para produzir entendimento acerca de qual seria a natureza jurídica dos fundos de investimento que refletiria a sua assunção a um regime jurídico que atendesse, em linhas gerais, o pleito pela diminuição dos riscos envolvidos na atividade.

Deve-se ter conta que no centro de toda a discussão desenvolvida em torno dos fundos de investimento e do desafio de definição de qual vinha a ser a sua natureza jurídica, residia, principalmente, a dificuldade em sopesar a (i) intenção de conferir ao fundo a limitação da responsabilidade dos cotistas ao limite do valor de suas cotas, o que se entendia em princípio ser possível instituir como decorrência da personalização do fundo de investimento, conjuntamente (ii) a intenção de preservar uma série de flexibilidades características do regime jurídico dos condomínios, principalmente no que compete a ausência de bitributação.

Para solucionar essas questões, a Lei de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019) (BRASIL, 2019) incluiu os artigos 1368-C a 1.368-F no Código Civil de 2002, para admitir os fundos de investimento como “condomínio de natureza especial”, alterar o regime de responsabilidade dos cotistas e prestadores de serviço, instituir a faculdade para criação de classes de quotas e a submissão do ente ao regime da insolvência.

¹ Disponível em: Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows – 2nd Quarter 2022. Associação Internacional de Fundos de Investimento. 27 de jun. 2022. Disponível em: https://iifa.ca/page/industry_statistics. Acesso em 05 de dez. 2022

Não obstante, percorrendo trabalhos que foram publicados após a promulgação da Lei nº 13.874/2019 (BRASIL, 2019) e a entrada em vigor das alterações relativas aos fundos de investimento, percebe-se que apesar de ter posto fim à celeuma atinente a definição da natureza jurídica dos fundos de investimento, os debates doutrinários (MENEZES; DI BIASE; SOUZA, 2021. p. 111) voltaram-se para eventuais inconsistências interpretativas relacionadas (i) a definição da natureza jurídica como de um “condomínio de natureza especial”, bem como (ii) a possibilidade de ser conferida a limitação da responsabilidade a um ente despersonalizado.

Nesse contexto, formulou-se a questão, sobre cuja investigação relata-se o resultado neste trabalho: considerando que o fundo de investimento é um ente despersonalizado, pode-se dizer que estão congruentes com o ordenamento jurídico brasileiro, as alterações introduzidas pela Lei de Liberdade Econômica – Lei nº 13.874/19 (BRASIL, 2019) no Código Civil (BRASIL, 2002), que atribuiu a natureza de condomínio especial para os fundos de investimentos e que admitiu a possibilidade de limitação da responsabilidade dos cotistas por dívidas dos fundos?

Para verificar a hipótese segundo a qual admitia-se não ser congruente, realizou-se revisão bibliográfica e análise normativa, cujos resultados foram organizados em três partes além desta introdução, da conclusão e do capítulo relativo às referências. Na primeira parte, realizou-se um apanhado geral sobre o histórico da criação dos fundos de investimentos no Brasil, antes de apresentar as características dos fundos de investimento em participações, o foco central do trabalho. Na segunda, estudou-se sobre as teorias que explicam a natureza jurídica dos fundos e os desdobramentos das possibilidades de responsabilização dos cotistas por dívidas do fundo. E por fim, na terceira parte, procurou-se verificar a hipótese delineada.

2. FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

Os fundos de investimento foram inspirados em modelos de sociedades que evoluíram em decorrência de influência do instituto anglo-saxão do *trust*, (FREITAS, 2005, p. 63), cuja organização envolvia “*negócio fiduciário em sentido amplo*”, em que a propriedade do ativo a ser investido se dividia entre o *trustee* (o responsável pela administração do grupo de ativos) e os beneficiários dos *units* (os investidores) (SALOMÃO NETO, 2016, p. 89).

O *trust*, por sua vez, teve seu desenvolvimento e consolidação como modelo de investimento predominantemente na Inglaterra (segunda metade do século XIX) e nos Estados Unidos, com o fim da Primeira Guerra Mundial (1914-1918) (CARVALHO, 2012, p. 37).

Em que pese o *trust* não tenha sido assimilado pelo ordenamento jurídico pátrio, a introdução dos fundos de investimento no Brasil como veículo de investimento coletivo possui inspiração nas sociedades de investimento inglesas que se derivaram do referido instituto e, o início da regulação brasileira pertinente aos fundos pode ser verificado nas primeiras normativas destinadas a reger as sociedades de crédito, financiamento e investimentos adotadas na legislação nacional (KUGLER, 2022, p. 61).

2.1. REGULAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL

Apontado como primeiro normativo editado com o fito de regular as atividades das sociedades de crédito, financiamento ou investimento surgidas no início da década de 1940, o Decreto-Lei nº 7.583 de 25 de maio de 1945² atribuía poderes ao Ministério da Fazenda para regulamentação da matéria, que, por meio da Portaria 88 de 8 de junho de 1945, estabeleceu as primeiras regras para constituição e funcionamento das sociedades de investimento. No mesmo ano, a competência para a regulação do tema foi transferida à Superintendência de Moeda e Crédito (SUMOC). Nesse sentido, por meio do Decreto-Lei nº 9.603 de 16 agosto de 1946³, permitiu-se a criação de seções de financiamento e crédito por pessoas físicas e jurídicas

² “Art. 1º Não gozam das prerrogativas e vantagens previstas na legislação referente à Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária, nem se subordinam às disposições dos arts. 5º e 6º do Decreto-lei nº 6.419, de 13 de abril de 1944, alterado pelo Decreto-lei nº 6.541, de 29 de maio de 1944, as sociedades de crédito, financiamento ou investimentos, desde que não recebam depósitos” (BRASIL, 1945).

³ “Art. 2º As empresas de crédito, financiamento ou investimento, previstas pelo citado Decreto-lei nº 7.583 e as seções de financiamento e crédito referidas no artigo anterior, poderão receber dinheiro em depósito salvo de seus próprios titulares ou sócios, nem admitir a movimentação de suas contas por meio de cheques contra elas giradas.” (BRASIL, 1946).

segundo critérios estabelecidos pela SUMOC, tendo em vista o impedimento para receber dinheiro em depósito dos próprios titulares ou sócios⁴. (CARVALHO, 2012, p. 54).

Na sequência, promulgada a Constituição dos Estados Unidos do Brasil de 1946, a União tornou-se exclusivamente competente para fiscalização das operações de estabelecimento de crédito, capitalização e de seguro, além de gozar da prerrogativa de legislar sobre instituições de crédito. (CARVALHO, 2012, p. 55).

A constituição de um fundo de investimento em estrutura similar a atualmente conhecida ocorreu em 1957 com a fundação do CRESCINCO, sendo o primeiro fundo constituído sob a forma de condomínio aberto, cujo regulamento autorizava o administrador a receber um montante ilimitado de recursos, característica que lhe conferia vantagem em comparação às sociedades de investimento, as quais eram impostas limites aos aportes iniciais de capital. Por se tratar de mecanismo inovador, tal fundo é considerado um marco na história do investimento coletivo do Brasil (CARVALHO, 2012, p. 58).

Com o passar dos anos e, diante da proeminência de alguns desses mecanismos de investimento coletivo, aumentava-se a necessidade de regular melhor a matéria e, no ano de 1958, os fundos foram expressamente mencionados na Lei nº 3.740/58⁵ que alterava à época a legislação afeita ao imposto de renda, tendo consignado em seu art. 82 que: *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 (...)*. A lei aludia que já desde àquela época, pelo menos para fins tributários, os fundos de investimento (i) não eram considerados pessoas jurídicas, (ii) eram constituídos sob a forma de condomínio e (iii) gozavam de administração especializada (KUGLER, 2022, p. 41).

Continuamente, foi por meio da portaria nº 309 de 30 de novembro 1959⁶ do Ministério da Fazenda que foi regulamentado às Companhias de Crédito e Financiamento a constituição

⁴ “Art. 2º As empresas de crédito, financiamento ou investimento, previstas pelo citado Decreto-lei nº 7.583 e as seções de financiamento e crédito referidas no artigo anterior, poderão receber dinheiro em depósito salvo de seus próprios titulares ou sócios, nem admitir a movimentação de suas contas por meio de cheques contra elas giradas” (BRASIL, 1946)

⁵ “Art. 82. Para efeito de tributação do impôsto 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. (Revogado pelo Decreto-Lei nº 1.338, de 1974) Parágrafo único. Os rendimentos correspondentes a êsses fundos serão tributados, conforme a sua natureza, em poder dos condôminos, de acôrdo com a legislação em vigor. (Revogado pelo Decreto-Lei nº 1.338, de 1974)” (BRASIL, 1958)

⁶ “V – As sociedades de que tratam esta Portaria não estão sujeitas a limite mínimo de capital, salvo quando receberem depósitos de seus acionistas ou operarem com recursos de terceiros residentes ou não no País. Em tais casos, o capital mínimo exigível será o fixado nos termos do art. 5º do Decreto-lei nº 6.419, de 13-4-44, com as

de fundos em condomínio e, considerando os entraves enfrentados pela utilização da forma societária para investimentos, passou-se a dar preferência pela constituição de fundos sob a forma de condomínio por escritura pública, com regulamento que definia seu funcionamento e organização (CARVALHO, 2012, p. 58).

Ainda que todas as normativas acima tenham em alguma medida promovido avanços na regulação dos fundos, somente a partir da Lei nº 4.728/65⁷ é que se viu uma sessão inteira

modificações do Decreto-lei nº 6.541, de 29-5-44, para os estabelecimentos bancários que operam em todo o território nacional. Os recursos de terceiros de que tratam este item compreendem: 3) a constituição de fundos em conta de participação ou em condomínio. VI – O montante dos depósitos de acionistas e dos recursos de terceiros, mesmo provenientes de fundos em contas de participação ou em condomínio, a que se refere o item precedente, não poderá ultrapassar, englobadamente, cinco vezes o capital realizado e reservas livres da empresa que os receber. VIII – As sociedades de investimento, assim consideradas as que transacionem com ações, debêntures, letras hipotecárias e partes beneficiárias, ou com títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, não estão sujeitas ao capital mínimo previsto no item V, nem no disposto no item VI. Sem prejuízo deste tratamento, as aludidas sociedades poderão efetuar também operações de financiamento, desde que exclusivamente com recursos próprios, ou seja, até o limite de seu capital realizado e reservas livres. Para gozar da vantagem supra é necessário ainda: Para gozar da vantagem supra é necessário ainda: 2º - que a média das aplicações, por empresa, não exceda 5% do valor total dos fundos em conta de participação ou em condomínio. XXIII – Os certificados e demais títulos correspondentes aos fundos em conta de participação ou em condomínio, administrados pelas sociedades de que trata esta Portaria, deverão ser nominativos e livremente transferíveis. Ficam ainda as aludidas sociedades obrigadas a fornecer aos coparticipantes dos fundos e a seus acionistas, com a mesma periodicidade do pagamento dos resultados por eles auferidos, informações sobre o valor total de suas aplicações e a composição específica de sua carteira, mencionando o tipo de operação, quantidade, espécie e valor nominal e, além disso, quando se tratar de títulos negociáveis em bolsa, emitente e sua última cotação. XXIV – Os fundos em conta de participação e os em condomínio, como tais, destinados a quaisquer operações de crédito, financiamento ou investimentos, somente poderão ser administrados pelas sociedades de que trata esta Portaria.” (BRASIL, 1959).

⁷ “Art. 49. Depende de prévia autorização do Banco Central o funcionamento das sociedades de investimento que tenham por objeto: (Vide Decreto-lei nº 1.338, de 1974) (Vide Decreto-lei nº 2.469, de 1988) (Vide Medida Provisória nº 1.184, de 2023) (Produção de efeitos) I - a aplicação de capital em Carteira diversificada de títulos ou valores mobiliários ou; II - a administração de fundos em condomínio ou de terceiros, para aplicação nos termos do inciso anterior. § 1º Compete ao Conselho Monetário Nacional fixar as normas a serem observadas pelas sociedades referidas neste artigo, e relativas a: a) diversificação mínima da carteira segundo empresas, grupos de empresas associadas, e espécie de atividade; b) limites máximos de aplicação em títulos de crédito; c) condições de reembolso ou aquisição de suas ações pelas sociedades de investimento, ou de resgate das cotas de participação do fundo em condomínio; d) normas e práticas na administração da carteira de títulos e limites máximos de custos de administração. § 2º As sociedades de investimento terão sempre a forma anônima, e suas ações serão nominativas, ou endossáveis. § 3º Compete ao Banco Central, de acordo com as normas fixadas pelo Conselho Monetário Nacional, fiscalizar as sociedades de investimento e os fundos por elas administrados. § 4º A alteração do estatuto social e a investidura de administradores das sociedades de investimentos dependerão de prévia aprovação do Banco Central. 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. (Vide Decreto-lei nº 1.338, de 1974) (Vide Decreto-lei nº 1.980, de 1982)(Vide Decreto-lei nº 2.072, de 1983) (Vide Decreto-lei nº 2.285, de 1986) (Vide Decreto-lei nº 2.469, de 1988) (Vide Medida Provisória nº 1.184, de 2023) (Produção de efeitos) § 1º A administração da carteira de investimentos dos fundos, a que se refere este artigo, será sempre contratada com companhia de investimentos, com observância das normas gerais que serão traçadas pelo Conselho Monetário Nacional. § 2º Anualmente os administradores dos fundos em condomínios farão realizar assembléia geral dos condôminos, com a finalidade de tomar as contas aos administradores e deliberar sobre o balanço por eles apresentado. § 3º Será obrigatório aos fundos em condomínio a auditoria realizada por auditor independente, registrado no Banco Central. § 4º As cotas de Fundos Mútuos de Investimentos constituídas em condomínio poderão ser emitidas em forma nominativa, endossável (vetado). § 4º As cotas de Fundos Mútuos de Investimento constituídos em condomínio, observadas as condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, poderão ser emitidos sob a forma nominativa, endossável ou ao portador, podendo assumir a forma escritural.” (Redação dada pelo Decreto nº 2.287, 23.7.1986) Art. 55. A incidência do imposto de renda na fonte, a que se refere o art. 18 da Lei n. 4.357, de 18 de

dedicada às sociedades de investimento, diploma em que foi possível observar uma melhor sistematização. (KUGLER, 2022, p. 42). Especificamente sobre os fundos de investimento, a lei determinou que a administração das carteiras seria contratada com uma companhia de investimento, além da previsão para a ocorrência de assembleias anuais em que o balanço seria apresentado aos condôminos e, a estes seria proporcionado o exercício de deliberação e aprovação de contas (DOTTA, 2018, p. 97).

Em 1970, o Conselho Monetário Nacional (CMN) expediu a Resolução CMN nº 145/70, por meio da qual autorizou a criação de Fundos Mútuos de Investimento, sob a forma de condomínio aberto, mediante prévia autorização do Banco Central do Brasil (BCB), ou seja, com uma estrutura condominial ainda mais semelhante à que se tem atualmente, reconhecendo a nova opção jurídica para a estruturação dos investimentos, cuja principal contribuição à evolução dos fundos de investimento envolveu promover a separação dos patrimônios do administrador e dos investidores, em atendimento ao conflito que havia surgido entre a preocupação do Banco Central para conferir maior segurança à poupança popular investida e o interesse pela manutenção do respectivo veículo de investimento coletivo como disponível no mercado (CARVALHO, 2012, p. 62-63).

Seis anos depois, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi criada por meio da Lei nº 6.385/76⁸, que atribuiu à referida autarquia o objetivo de disciplinar e fiscalizar o mercado

julho de 1964, sobre rendimentos de ações ao portador, quando o beneficiário não se identifica, fica reduzida para 25% (vinte e cinco por cento), quando se tratar de sociedade anônima de capital aberto definida nos termos do art. 59 desta Lei, e 40% (quarenta por cento) para as demais sociedades. § 1º O imposto de renda não incidirá na fonte sobre os rendimentos distribuídos por sociedades anônimas de capital aberto aos seus acionistas titulares de ações nominativas, endossáveis ou ao portador, se optarem pela identificação, bem como sobre os juros dos títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, subscritos voluntariamente. III - até Cr\$ 200.000 (duzentos mil cruzeiros) anuais de rendimentos distribuídos pelos fundos em condomínio e sociedades de investimentos aludidos na Seção IX. (Revogado pelo Del 1.338, de 23.7.1974). Art. 56. Para efeito de determinar a renda líquida sujeita ao imposto de renda, as pessoas físicas poderão abater de sua renda bruta: II - 15% (quinze por cento) das importâncias efetivamente pagas para aquisição de cotas ou certificados de participação de fundos em condomínio, ou ações de sociedades de investimentos, aludidas na Seção IX. (Revogado pelo Del 1.338, de 23.7.1974) § 1º Se, antes de decorridos 2 (dois) anos da aquisição, a pessoa física vier a alienar as obrigações e títulos públicos, cotas de participação em fundos de condomínio, ações de sociedades de investimento ou de sociedades anônimas de capital aberto, deverá incluir, entre os rendimentos do ano da alienação, a importância que tiver abatido nos termos deste artigo, com relação às obrigações, cotas ou ações alienadas. (Vide Decreto-lei nº 1.089, de 1970) (Revogado pelo Del 1.338, de 23.7.1974). Art. 57. As sociedades de investimentos, a que se refere o art. 49, que tenham por objeto exclusivo a aplicação do seu capital em carteira diversificada de títulos ou valores mobiliários, e os fundos em condomínio aludidos na Seção IX, não são contribuintes do imposto de renda, desde que distribuam anualmente os rendimentos auferidos. (BRASIL, 1965).

⁸ “§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: (Parágrafo incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001) I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001) II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001) III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei; (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001) IV - estabelecer padrões de cláusulas e

de valores mobiliários, devendo cuidar para que fossem criadas as condições necessárias ao seu desenvolvimento. No que tocava exatamente aos fundos de investimento, competia à CVM, por exemplo, assegurar que os investidores pudessem atuar conscientemente no mercado, além de garantir que os limites de riscos afeitos àquela modalidade de investimento fossem apropriadamente observados (DOTTA, 2018, p. 98-99).

Ocorre que, a criação da CVM dividiu a competência regulatória atinente aos fundos, que passaram a ser regulados pelas duas autarquias, o BCB e a CVM. Tal competência que variava a depender da proporção de valores mobiliários e títulos de renda fixa que compusesse as carteiras. Predominando valores mobiliários, tratava-se de fundo sob a regulação principal da Comissão de Valores Mobiliários, caso contrário, prevalecia a competência do Banco Central do Brasil (DOTTA, 2018, p. 99).

Nesse cenário, foi publicada a lei que instituiu os fundos imobiliários, Lei 8.668/93⁹, diploma em que os fundos dessa categoria foram descritos com características que atualmente se estendem para os demais, sendo a ausência de personalidade jurídica e caracterização do fundo como a comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários. Além disso, a referida lei também constou que o fundo imobiliário deveria ser constituído na forma de um condomínio fechado.

Somente em 2001 o critério de competência foi simplificado para que fosse atribuída prevalência à CVM, haja vista a Lei nº 10.303/01¹⁰ ter promovido modificações na Lei nº 6.385/76 e, estabelecido que cotas de quaisquer fundos de investimento passariam a ser consideradas como valores mobiliários, portanto, estando todos sob o crivo regulamentar da CVM (KUGLER, 2022, p. 43).

A partir de então, Mário Tavernard Martins de Carvalho comenta em sua obra *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento* sobre “*a importante atuação da CVM na regulação do mercado de valores mobiliários, propiciando credibilidade ao mercado e confiança ao investidor*” (CARVALHO, 2004). A autarquia editou a Instrução CVM nº 409/04 (BRASIL, 2004), primeiro efetivo norte regulatório dos fundos de investimento, o qual foi substituído em

condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões.” (Inciso incluído pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001) (BRASIL, 1976).

9 “Art. 1º Ficam instituídos Fundos de Investimento Imobiliário, sem personalidade jurídica, caracterizados pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários. Art. 2º O Fundo será constituído sob a forma de condomínio fechado, proibido o resgate de cotas, com prazo de duração determinado ou indeterminado.” (BRASIL, 1993).

10 “Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;” (BRASIL, 2001)

2015 pela Instrução CVM nº 555/14 (BRASIL, 2014), que conferiu ainda maior detalhamento sobre os fundos de investimento de modo geral, bem como também deu tratamento particular aos diferentes tipos de fundos existentes (KUGLER, 2022, p. 43).

Além da Instrução CVM nº 555/14 (BRASIL, 2014), outras várias instruções foram emitidas pela autarquia, com o fito de regular os diferentes tipos de fundos de investimento, além dos demais normativos que tratam de assuntos a eles inerentes, tais como a emissão e distribuição, regulação de serviços, produtos, operações e administração correlatas ao mercado de valores mobiliários (KUGLER, 2022, p. 43-44).

Nesse compasso, conquanto o esforço da CVM em regular a matéria dos fundos de investimento seja reconhecido como importante contribuição para segurança jurídica da atividade dos fundos de investimento, sem o devido respaldo normativo, sua competência permanecia limitada em razão da ausência de Lei Federal que desse melhor tratamento aos fundos de investimento.

À vista disso, por meio da Medida Provisória nº 881, que foi convertida na Lei nº 13.874/19, a Lei de Liberdade Econômica (LLE) (BRASIL, 2019), foram incluídos novos artigos no Código Civil especialmente dedicados aos fundos de investimento, por meio dos quais se atribuiu definitivamente a natureza jurídica de “condomínio especial” aos fundos de investimento, afastando-os do regramento dos demais condomínios¹¹, além de previsões que possibilitam a diferenciação de classes de cotas em um mesmo fundo, bem como a adoção da limitação de responsabilidade dos cotistas e prestadores de serviços (KUGLER, 2022, p. 46).

Com base nas novas premissas que a LLE instituiu, a principal fonte de regulação dos fundos de investimento é atualmente a Resolução CVM nº 175/23 (BRASIL, 2023), que apesar de ter sido publicada em dezembro de 2022, passou a vigorar somente em outubro de 2023, após o pleito geral do mercado por um período maior de adaptação a todas as importantes previsões que o dispositivo carrega.

Revogando a Instrução CVM nº 555/14 (BRASIL, 2014) e outras 37 normativas, a Resolução CVM nº 175/23 (BRASIL, 2023a) trata em princípio das questões atinentes a todos os fundos de investimentos, ao passo que, as particularidades reservadas a tipos específicos de fundo ficaram a cargo da posterior publicação de anexos, hoje disponibilizados por meio da Resolução CVM nº 184/23 (BRASIL, 2023b), que completa essa etapa de grande renovação da regulação do tema.

¹¹ Código Civil, arts. 1314 a 1358-A

De antemão, observa-se preliminarmente que buscou-se incorporar definitivamente as inovações advindas da LLE, especialmente, por carregarem informações acerca de como se dará a emissão de diferentes classes de cotas por um mesmo fundo, em que será possível constituir patrimônios segregados distintamente, com o fito de organizar os quotistas em grupos sujeitos a diferentes direitos e deveres, bem como diferentes níveis de exposição ao risco.

2.2. FUNDOS DE INVESTIMENTO

Os fundos de investimento consistem em espécie de mecanismo de investimento que proporciona aos investidores a possibilidade de comungar seus recursos de maneira arregimentada (CARVALHO, 2012, p. 81), na medida em que, estes serão coletados por meio da emissão de valores mobiliários (cotas de participação) e organizados de forma a constituir um condomínio especial, cuja função será instrumentalizar a aplicação concentrada dos recursos reunidos em ativos, títulos e valores mobiliários disponíveis no mercado.

O capital aglutinado por meio da aquisição que os investidores fazem das frações do respectivo condomínio será entregue à administração de profissionais detentores de obrigatoria autorização para o desempenho das funções de gestão, (CARVALHO, 2012, p. 105), na esperança de que eles viabilizem, em nome dos investidores, a construção de uma carteira cujo resultado se demonstre mais lucrativo quando em comparação a iniciativas de investimento conduzidas individualmente.

Nesse rumo, o conceito dos fundos de investimento pode ser extraído tanto dos atos de instrução e regulação emitidos pela CVM quanto do Código Civil (BRASIL, 2002), tratando-se das principais fontes, respectivamente, reguladora e normativa, por meio das quais o conceito evoluiu entre diferentes versões, distintas na medida em que novos termos tenham sido adicionados para empregar ou especificar alguma característica marcante ao aludido veículo de investimento.

Com base na revogada Instrução CVM nº 555/14 (BRASIL, 2014), os fundos de investimento eram definidos nos termos do art. 3º como “...uma *comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros*”.

Conquanto a CVM tenha emitido atos posteriores ao supramencionado, tratou-se em sua maioria de instruções e informativos que visavam aprofundar a regulação de específicos tipos de fundos de investimento, ao passo que, o conceito ali contido somente variou em razão da atenção conferida a especificidade do perfil de investimento do respectivo fundo abordado,

podendo-se afirmar, assim, que até antes da publicação da LLE, os fundos eram definidos nos termos citados acima.

Ocorre que, conforme se verá com maior aprofundamento no decorrer do presente trabalho monográfico, por muito tempo se discutiu quanto à definição condominial da natureza jurídica dos fundos de investimento, havendo críticas no sentido de que reconhecer a natureza jurídica de condomínios aos fundos proporciona o surgimento de vários questionamentos e desafios decorrentes da dificuldade em adequar os fundos de investimento a um instituto de natureza civilista (FREITAS, 2006, p. 163).

Nesse contexto, carregando ainda atualizações em outros espectros normativos não relacionados ao objeto deste estudo, as inclusões dos artigos 1.368-C – 1.368-F pela LLE (BRASIL, 2019) no Código Civil (BRASIL, 2002) pretendeu apresentar uma melhor definição legislativa frente ao debate ao entorno da natureza jurídica dos fundos de investimento.

Naquilo que interessa para a definição dos fundos, a introdução ao Código Civil do art. 1.368-C¹² inovou para “(...) *uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, (...)*”, ao que parece, como tentativa de particularizar aos fundos uma versão própria de condomínio, distinta pela inserção do termo “especial”, mas cujos contornos ainda são tidos como imprecisos pela doutrina dedicada ao tema (KUGLER, 2022, p. 69).

Superando as questões relacionadas à definição normativa, os fundos de investimento podem ser constituídos sob a forma de um condomínio aberto, modalidade que confere liquidez às aplicações em decorrência do direito de se realizar o livre resgate dos recursos aportados, ou sob a forma de um condomínio fechado, em que a restrição do resgate das cotas ao fim do prazo de aplicação implica em menor liquidez e dependência de terceiros interessados para efetivar a alienação das cotas dos fundos (GAGGINI, 2021. p. 4)

Os investidores dos fundos de investimento são levados a aderi-los em razão de vantagens como (i) diversificação de investimentos, (ii) acesso a produtos sofisticados, muitas vezes inacessíveis individualmente, (iii) terceirização da gestão dos investimentos à entidade profissional do mercado; (iv) pouca burocracia quanto à tributação e declaração de recursos e (v) liquidez, a depender do tipo de fundo (GAGGINI, 2021. p. 3-4)

Todas essas vantagens conferem espécie de caráter de democratização da atividade de investimento por meio dos fundos (CARVALHO, 2015, p. 17), que se verifica pelos números representativos das escolhas que os investidores brasileiros têm tomado, ao passo que o aludido

¹² ‘Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.’ (BRASIL, 2019).

se apresenta como o principal veículo de investimento no Brasil segundo dados disponibilizados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), tendo o respectivo mercado encerrado o ano de 2022 com alta de 7,1% no patrimônio líquido, alcançando a cifra de 7,4 trilhões de reais investidos¹³.

Assim, tamanho volume de capital investido invoca proporcional exigência do mercado pela disposição de eficiente regime regulatório e fiscalizatório, responsabilidades à que hoje estão incumbidas a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o Banco Central do Brasil (BCB) e a ANBIMA, cujos esforços empreendidos ao longo dos anos contribuíram para a posição de destaque do mercado de fundos de investimento brasileiro no comparativo internacional, principalmente, por garantir a segurança patrimonial do sistema de negócios envolvendo cotas e a observância dos limites de exposição a risco estabelecidos conforme cada categoria de perfil investidor.

Sobre esse último ponto, os fundos de investimento também se destacam por poderem se dividir entre categorias estabelecidas conforme o perfil de investimento, estruturado conforme diretrizes que os gestores devem seguir para construir e administrar as carteiras de ativos, condição que muito facilita ao investidor na condução do seu processo de análise do grau de risco a que estará disposto a se submeter para alcançar as porcentagens de incremento patrimonial desejadas (DOTTA, 2018, p. 129).

Cada uma das categorias de fundo deve observância ao regime jurídico afeto aos ativos que o seu perfil de investimento está autorizado a compor em carteira e, no curso do presente trabalho, será dada ênfase as particularidades do tipo de fundo denominado “fundo de investimento em participações” (FIP), cuja característica distintiva envolve a aquisição de cotas e/ou ações para viabilizar a assunção do próprio fundo na condição de sócio/acionista de sociedades empresárias.

2.3. FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

Conforme dito acima, os fundos de investimento são divididos em diferentes categorias, cuja diferenciação se dá em virtude da política de investimento reservada para a atuação de cada fundo.

¹³ Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/fundos-de-investimento-encerram-2022-com-avanco-no-patrimonio-liquido-e-captacao-negativa.htm (acessado em 11/2023)

A política de investimento pode ser traduzida como o rol de parâmetros relativos a ativos e negócios que o fundo estará autorizado a investir em nome dos seus condôminos quando da condução das suas atividades (MARQUES, 2017, p. 20), que por sua vez, deverão ser sempre conduzidas pelos gestores em conformidade ao que estiver previsto no respectivo regulamento do fundo e nas resoluções da CVM, notadamente, pela recém-publicada Resolução CVM nº 175/23 (BRASIL, 2023a) alterada pela Resolução CVM nº 184/23 (BRASIL, 2023b).

2.3.1. Política de investimento dos fundos de investimento em participações

Os elementos para se definir a política de investimento dos fundos de investimento em participações podem ser extraídos do art. 5º, do Anexo IV da Resolução CVM nº 175/23¹⁴, alterada pela Resolução CVM nº 184/23¹⁵, que prevê o rol de ativos a que o respectivo fundo estará autorizado a investir.

Nesse contexto, os fundos de investimento em participações ainda não estão ao alcance do público geral investidor, haja vista que o art. 4º, do Anexo IV da Resolução CVM nº 175/23¹⁶ o reserva apenas a investidores qualificados, que correspondem, conforme art. 12 da Resolução CVM nº 30/21 (BRASIL, 2021), alterada pelas Resolução CVM 162/22 (BRASIL, 2022) a: (i) investidores profissionais¹⁷; (ii) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, (iii) as

¹⁴ “Art. 5º As classes de cotas dos FIP devem ser constituídas em regime fechado, sendo destinadas à aquisição de: I – ações, bônus de subscrição, debêntures simples, notas comerciais e outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas; II – títulos, contratos e valores mobiliários representativos de crédito ou participação em sociedades limitadas; III – cotas de outros FIP; e IV – cotas de Fundos de Ações – Mercado de Acesso” (BRASIL, 2023a)

¹⁵ Nota explicativa: Conforme mencionado, os fundos de investimento foram submetidos à nova regulamentação promovida pela CVM com a publicação da Resolução CVM nº 175/23. Referida resolução carrega disposições gerais sobre todos os fundos de investimento, que são complementados por anexos em sequência, onde estão reservadas as disposições específicas de determinado fundo. No caso do Fundo de investimento em participações, suas particularidades estão dispostas no Anexo IV, que foi introduzido à Resolução CVM 175/23 por meio da publicação da Resolução CVM nº 184/23. Dito isso, a partir desse ponto, a referência será feita ao “art., do Anexo IV, da Resolução CV nº 175/23”.

¹⁶ “Art. 4º. Somente podem investir no FIP investidores qualificados” (BRASIL, 2023a)

¹⁷ Conforme instrução CVM nº 554/14, são considerados investidores profissionais: Art. 9º-A: I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A; V – fundos de investimento; VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; VIII – investidores não residentes.” (NR) (BRASIL, 2014)

pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de assessores de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e (iv) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

Nesse rumo, os fundos de investimento em participações absorvem os aportes de recursos que os investidores qualificados fazem quando da integralização das cotas representativas de frações do respectivo condomínio especial fechado, por meio do qual será realizada a aquisição de títulos e valores mobiliários que impliquem não somente em assunção como sócios de sociedades limitadas e companhias, mas que também confirmem poderes de influenciar a gestão e as tomadas de decisões no seio das investidas - condição obrigatória definida pelo art. 5º, §1º, do Anexo IV da Resolução CVM nº 175/23¹⁸ cuja observância somente é ressalvada nos casos das exceções previstas no Art. 6º, Parágrafo Único, do Anexo IV da mesma Resolução CVM nº 175/23¹⁹.

O perfil dos tipos das sociedades investidas pelos fundos de investimento em participações indica ainda outra importante característica da sua categoria de fundo, na medida em que, tratam-se de sociedades com potencial a ser desenvolvido, em que é possível assumir expectativas quanto à possibilidade de evolução das atividades e do seu respectivo valor de mercado, seja a partir de um momento embrionário até a sua consumada existência, ou de sair de um patamar de atividades regular para um de maior relevância econômica e complexidade dos negócios.

Nessa toada, a política de investir por meio da percepção de evolução da sociedade está diretamente associada à característica estratégia adotada por esse tipo de fundo para a consecução de lucro, que poderá ser alcançado em decorrência da venda privada da participação na sociedade a terceiro interessado ou da alienação da participação após ocorrida uma oferta pública de ações.

Em todas as duas hipóteses, a ocorrência de lucro é geralmente associada ao grau de êxito dos gestores do fundo em exercer o poder de influência sobre a administração das

¹⁸ Resolução CVM nº 184/23, Anexo IV, art. 5º, §1º. A classe de cotas deve participar do processo decisório de suas sociedades investidas, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, exceto as classes de investimento em cotas. (BRASIL, 2023a)

¹⁹ “Art. 6º, Parágrafo único. Fica dispensada a participação no processo decisório da sociedade investida quando: I – o investimento na sociedade for reduzido a menos da metade do percentual originalmente investido e passe a representar parcela inferior a 15% (quinze por cento) do capital social da investida; ou II – o valor contábil do investimento tenha sido reduzido a zero e haja aprovação da assembleia de cotistas.” (BRASIL, 2023a)

sociedades investidas, de tal maneira a elevar o valor de mercado da participação que o fundo detém. (MARTINS NETO, 2017, p. 59).

Todo o período entre a aquisição da participação societária e sua respectiva alienação costuma ser longo, e a lucratividade no fim desse processo somente se faz possível se os recursos aportados pelos investidores qualificados permanecerem investidos sob a gestão do fundo. Por essa razão, os fundos de investimento em participações também são caracterizados pelo fato de sua política de investimento não admitir que eles sejam constituídos na forma de condomínio aberto²⁰, posto que, se fosse facultado ao cotista resgatar seu investimento a qualquer tempo, toda atividade desenvolvida pelo fundo restaria prejudicada, tanto porque o lucro associado ao resgate depende da ocorrência de eventos futuros e incertos, quanto porque a gestão do fundo estaria sujeita a grande imprevisibilidade quanto ao patrimônio disponibilizado para o exercício da atividade empresarial investida (MARTINS NETO, 2017. p. 60).

Por outro lado, a baixa liquidez associada às atividades desenvolvidas pelos fundos de investimento em participações tende a ser compensado por fatores como (i) o compartilhamento entre os quotistas do fundo quanto à alta exposição aos riscos atrelados aos investimentos feitos e, (ii) a expectativa de grandes retornos (MARTINS NETO, 2017. p. 60), haja vista que, conforme mencionado acima, parte do papel desenvolvido pelos gestores do fundo envolve trabalhar para que a evolução das sociedades investidas se concretize independentemente dos acontecimentos naturais do mercado, daí a importância do fundo deter participação que lhe confira poder de controle.

Finalmente, os fundos de investimento em participações são recorrentemente referenciados pelas terminologias estadunidenses “*private equity*” e “*venture capital*”. Ambos os termos dizem respeito ao perfil de investimento definido para o fundo. *Venture capital* é a expressão utilizada para referenciar os fundos, cujo perfil envolve o investimento em empresas nascentes, ou seja, em estágios preliminares, seja de surgimento, desenvolvimento ou operação. Ao passo que o termo *private equity* remete ao investimento realizado em sociedades que já alcançaram alguma concretude e, ao invés de tomarem crédito sob taxas de juros elevadas junto das instituições financeiras tradicionais, recorrem ao capital privado do FIP para financiar a expansão de seus negócios a níveis mais elevados de complexidade e lucratividade.

²⁰ “Art 5º. As classes de cotas dos FIP devem ser constituídas em regime fechado, sendo destinadas à aquisição de: (...)” (BRASIL, 2023a)

2.3.2. Categorias de fundos de investimento em participações

As variadas características das sociedades em que os FIPs poderão aplicar recursos dão ensejo a sua classificação entre (i) Capital Semente; (ii) Empresas Emergentes; (iii) Infraestrutura; (iv) Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação; ou (v) Multiestratégia.

Os FIPs Capital Semente estão previstos no art. 14, do Anexo IV, da Resolução CVM nº 175/23 e são aqueles destinados a investimento em sociedades, cuja receita bruta anual não ultrapasse a R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais), apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte do fundo, além de não ter apresentado receita superior a esse limite nos últimos três exercícios sociais. Nesse caso, as sociedades investidas estarão dispensadas de seguir as práticas de governança previstas no art. 8º, do Anexo IV da Resolução CVM nº 175/23²¹.

Com previsão no art. 15, do Anexo IV, da Resolução CVM nº 175/23, os FIPs classificados como Empresas Emergentes podem investir em sociedades com receita bruta anual de até R\$ 400.000.000,00 (quatrocentos milhões de reais), apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro investimento, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos três exercícios sociais. Nesse tipo, as sociedades investidas estarão dispensadas de seguir específicas práticas de governança previstas nos incisos I, II e IV do art. 8º, do Anexo IV, da Resolução 175/23 (BRASIL, 2023a).

Os FIPs Infraestrutura (FIP-IE) e Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) estão conjuntamente previstos no art. 16, do Anexo IV, da Resolução CVM nº 175/23 (BRASIL, 2023a) e, são restritos a investimentos em projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação realizados no país, em setores estratégicos ao interesse do Poder Executivo Federal, tais como energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação e etc. Aqui, não há exceções, de maneira que as práticas de governança devem ser respeitadas integralmente.

²¹ Resolução CVM, Anexo IV, Art. 8º. As companhias fechadas referidas no art. 5º deste Anexo Normativo IV devem seguir as seguintes práticas de governança: I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação; II – estabelecimento de um mandato unificado de até 2 (dois) anos para todo o conselho de administração, quando existente; III – disponibilização para os acionistas de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia; IV – adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários; V – no caso de obtenção de registro de companhia aberta na categoria A, obrigar-se, perante a classe investidora, a aderir a segmento especial de entidade administradora de mercado organizado que assegure, no mínimo, práticas diferenciadas de governança corporativa previstas nos incisos I a IV; e VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM. (BRASIL, 2023a)

Por fim, dispostos no art. 17, do Anexo IV, da Resolução CVM nº 175/23 (BRASIL, 2023a), os FIPs classificados como Multiestratégia consistem naqueles que admitem o investimento em diferentes tipos e portes de sociedades investidas e, portanto, não se enquadram nas categorias antecedentes. Sendo assim, o fundo poderá manter aplicações tanto em sociedades dispensadas de seguir as práticas de governança do art. 8º, do Anexo IV da Resolução CVM nº 175/23, quanto em companhias obrigadas a cumprir rígidas formalidades.

Novamente, importa ressaltar que independentemente das características das sociedades investidas, com exceção das hipóteses do já mencionado art. 6º, Parágrafo único, do Anexo IV da Resolução CVM 175/23 (BRASIL, 2023a), o investimento que o fundo fizer deve lhe conferir efetiva influência na definição da política estratégica e gestão da sociedade investida, condição que poderá ser expressa pela (i) detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle; (ii) pela celebração de acordo de acionistas e; (iii) pela celebração de qualquer contrato, acordo, negócio jurídico ou a adoção de outro procedimento que assegure o poder de influência, inclusive por meio da indicação de membros para compor o conselho de administração²².

2.4. CONSTITUIÇÃO E REGISTRO

A constituição do FIP será primeiro efetivada por deliberação conjunta dos prestadores de serviço essenciais (SANTOS; NEVES, 2018, p. 61), conforme o art. 7º, da Resolução CVM nº 175/23²³ (BRASIL, 2023a), a quem também se incumbe de fazer o envio do regulamento do fundo e da ata de assembleia à CVM por meio de sistema eletrônico. Cumpridas as respectivas diligências, o fundo estará apto para que seja feita a integralização das cotas e formação do seu patrimônio.

Nesse rumo, o regulamento do fundo de investimento é o documento no qual deverão constar, principalmente a (i) identificação e qualificação dos prestadores de serviços, com informação sobre os seus registros na CVM; (ii) responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços, perante o fundo e entre si; (iii) definição sobre se o

²² “Art. 6º. A participação da classe de cotas no processo decisório da sociedade investida pode ocorrer exemplificativamente: I – pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle; II – pela celebração de acordo de acionistas; ou III – pela celebração de qualquer contrato, acordo, negócio jurídico ou a adoção de outro procedimento que assegure efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, inclusive por meio da indicação de membros do conselho de administração” (BRASIL, 2023a)

²³ “Art. 7º. O fundo de investimento deve ser constituído por deliberação conjunta dos prestadores de serviços essenciais, a quem incumbe aprovar, no mesmo ato, o seu regulamento.” (BRASIL, 2023a)

fundo conta com classe única de cotas ou diferentes classes de cotas e, caso conte com classes diferentes, definição das despesas que são comuns às classes; (vi) prazo de duração, que pode ser indeterminado e, por fim, as (vii) taxas de administração e de gestão²⁴.

Continuamente, considerando ainda as informações que devem ser adicionadas em razão de se tratar da constituição de um FIP, além das informações acima listadas, o regulamento ainda deverá dispor sobre as questões especificadas no art. 9º, I a XIII, do Anexo IV da Resolução CVM nº 175/23 (BRASIL, 2023a), mas cuja listagem aqui não se justifica, tendo em vista apenas a necessária contextualização da reflexão que mais a frente se pretende realizar.

Depois de levado a registro, até o fim de 2022 era necessário providenciar a obtenção de inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) junto do site Receita Federal do Brasil (RFB), no entanto, em decorrência da instituição do que se chamou por “Integra-CNPJ”²⁵, a lógica se alterou para que os administradores dos fundos de investimento agora obtenham o número de CNPJ diretamente por meio do registro do fundo perante a CVM, que por sua vez, passou a diligenciar a questão conjuntamente ao processo de aprovação da documentação contendo as informações cadastrais do fundo.

Nesse compasso, conforme definido no art. 10, I a IV, do Anexo IV, da Resolução CVM nº 175/23²⁶ (BRASIL, 2023a), o registro do fundo depende da apresentação (i) do regulamento do fundo e, se existirem diferentes classes de cotas, seus anexos, o que inclui apêndices descritivos de subclasses, (ii) instrumento de deliberação que inclui declarações dos prestadores de serviços essenciais de que o regulamento está plenamente aderente à legislação vigente, (iii) identificação dos prestadores de serviços contratados por cada prestador de serviço essencial em nome do fundo, informando resumidamente os serviços a serem prestados, as classes de cota que serão servidas, nome e CNPJ ou CPF e, (iv) como o fundo de investimento em participações somente pode ter classes fechadas, a indicação do patrimônio inicial mínimo.

Com efeito, o registro do fundo de investimento na CVM é condição para que seja dado início a suas atividades no mercado²⁷ e, este será automaticamente concedido se os documentos

²⁴ Resolução CVM nº 175/23, art. 48, §1º, I - VII.

²⁵ Disponível em Ofício-Circular-Conjunto nº 3/2022/CVM/SIN/SSE.

²⁶ “Art. 10. O pedido de registro de funcionamento do fundo e, se for o caso, de cada classe de cotas, deve ser instruído com os seguintes documentos e informações: I – regulamento do fundo e, se existirem diferentes classes de cotas, seus anexos, o que inclui apêndices descritivos de subclasses, se for o caso; II – instrumento de deliberação de que trata o art. 7º, que deve incluir declarações dos prestadores de serviços essenciais de que o regulamento está plenamente aderente à legislação vigente; III – identificação dos prestadores de serviços contratados por cada prestador de serviço essencial em nome do fundo, informando resumidamente os serviços a serem prestados, as classes de cota que serão servidas, nome e CNPJ ou CPF, conforme o caso; e (BRASIL, 2023a)

²⁷ “Art. 8º. O funcionamento do fundo depende do seu prévio registro na CVM” (BRASIL, 2023a)

e informações enviados pelo administrador via sistema eletrônico não apresentarem irregularidades.

2.5. ADMINISTRADORES, GESTORES E PRINCIPAIS PRESTADORES DE SERVIÇOS

Conforme dispõe o art. 82 da Resolução CVM nº 175/23²⁸, o administrador de fundos de investimento é o responsável pela constituição, funcionamento, manutenção e gestão das atividades do fundo, caso essa última não tenha sido delegada para o gestor, sobre o qual será abordado mais à frente.

O administrador exerce administração fiduciária sobre os ativos do fundo e assume a responsabilidade pela prática de todos os atos necessários ao seu regular funcionamento na busca pelo melhor aproveitamento dos ativos que integram o patrimônio do condomínio especial. No entanto, segundo disposto no art. 69 da Resolução CVM nº 175/23²⁹, em que pese possa concentrar quase todas as atividades relacionadas, os trabalhos de auditoria devem ser conduzidos por auditor profissional independente e registrado na CVM.

Ademais, o administrador dos fundos de investimento deve administrar os recursos do fundo segundo o que tenha sido balizado no regulamento do respectivo, acordos ou demais convenções que tenham sido celebrados pelo fundo, além das próprias limitações impostas pela política de investimento e pela regulamentação atinente. Assim, dentre os deveres do administrador, inclui-se a contratação, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, dos serviços de (i) tesouraria, (ii) escrituração das cotas e (iii) auditoria independente³⁰.

Com efeito, em que pese o administrador possa concentrar quase todas as atividades relacionadas ao fundo, comumente são feitas contratações de profissionais responsáveis por dividir a responsabilidade pela execução das diferentes frentes de atuação que o funcionamento do fundo compreende, inclusive, a própria administração da carteira de fundos é geralmente destinada ao profissional gestor, que será responsável por administrar os ativos do fundo.

²⁸ “Art. 82. O administrador, observadas as limitações legais e as previstas na regulamentação aplicável, tem poderes para praticar os atos necessários à administração do fundo de investimento, na sua respectiva esfera de atuação.” (BRASIL, 2023a)

²⁹ “Art. 69. As demonstrações contábeis do fundo de investimento e de suas classes de cotas devem ser auditadas anualmente por auditor independente registrado na CVM, observadas as normas que disciplinam o exercício dessa atividade.” (BRASIL, 2023a)

³⁰ Resolução CVM nº 175/23, art. 83. (BRASIL, 2023a)

Aqui importa fazer uma breve distinção entre a administração fiduciária a que dá cabo administrador, da administração (gestão) da carteira de ativos do fundo, na medida em que, enquanto a primeira diz respeito ao regular funcionamento e manutenção das atividades do fundo, contratação de prestadores de serviços e etc., a segunda diz respeito à própria atuação do fundo no mercado, naquilo que diz respeito às decisões sobre onde investir e aproveitar o patrimônio disponível para alcançar os melhores padrões de lucro (MARQUES, 2017, p. 25).

O gestor é tipo de profissional que, nos termos do art. 84 da Resolução CVM nº 175/23³¹, uma vez contratado, poderá ter poderes para praticar todos os atos necessários à gestão de ativos do respectivo fundo. Assim, o gestor de um FIP, por exemplo, resguardadas as diretrizes do regulamento, acordos, demais determinações internas e a regulamentação atinente, deverá decidir em que sociedades investir, quando alienar participações, representará o fundo de investimento nos assuntos relacionados à carteira de ativos, além de exercer o direito de voto derivado da condição de quotista/acionista que o fundo tiver assumido (MARQUES, 2017, p. 26).

Todas essas atividades exigem do gestor, por sua vez, a contratação de outros vários profissionais, devidamente habilitados e autorizados, para realização dos serviços de (i) intermediação de operações para a carteira de ativos; (ii) distribuição de cotas; (iii) consultoria de investimentos; (iv) classificação de risco por agência de risco de crédito e (v) cogestão da carteira de ativos³².

Dessa forma, além do administrador e do gestor dos fundos de investimento, destacam-se (i) o custodiante, responsável pela guarda física ou eletrônica dos documentos que lastreiam os ativos financeiros que compõem a carteira do fundo, além de ser responsável pela liquidação financeira dos ativos e passivos, movimentando e controlando o fluxo de entradas e saídas que o fundo tiver; (ii) a controladoria, responsável por quantificar o valor e a rentabilidade das cotas detidas por cada investidor diariamente; e (iii) o distribuidor de cotas, cuja intermediação é exigida para que as cotas do fundo possam ser oferecidas no mercado e, em síntese, é responsável pela prospecção de investidores para o fundo (MARQUES, 2017, p. 24)

Por fim, remetendo a exposição ao contexto dos FIPs, importa acrescentar para além das atividades relacionadas aos demais fundos de investimento, que os profissionais responsáveis pela gestão deste tipo de fundo devem diligenciar para lidar com questões decorrentes da posição que este assume quando titular de participações societárias. Nesse

³¹ “Art. 84. O gestor, observadas as limitações legais e as previstas na regulamentação aplicável, tem poderes para praticar os atos necessários à gestão da carteira de ativos, na sua respectiva esfera de atuação.” (BRASIL, 2023a)

³² Resolução CVM nº 175, art. 85. (BRASIL, 2023a)

sentido, acrescenta-se o dever de exercer o direito de voto em conformidade com a política prevista no regulamento, a administração da figura do fundo em acordos de acionistas/quotistas que venham a ser celebrados, tudo devendo ocorrer sob o norte do requisito característico do fundo, qual seja, o exercício de efetiva influência na definição da política estratégica e gestão das sociedades investidas (SANTOS; NEVES, 2018, p. 63).

2.6. COTAS E A CONDIÇÃO DE COTISTA DO FIP

Conforme adiantado no item 3.2. “Constituição e registro”, a distribuição de cotas dos fundos de investimento em participações a terceiros investidores dependerá do prévio registro do fundo junto da CVM. Recorda-se, isso se dá porque a Lei nº 10.303/01 (BRASIL, 2001) incluiu as cotas de fundos de investimento no rol de valores mobiliários; assim, sua distribuição pública depende do registro da CVM, autarquia competente pela regulação de ativos dessa natureza.

Nesse sentido, as ofertas públicas de cotas de fundos de investimento devem ser balizadas pelas disposições constantes na Resolução CVM nº 160/22³³ (BRASIL 2022) e poderão ser conduzidas pelos administradores fiduciários, pelos gestores que tenham atuação na distribuição dos fundos ou, como regularmente acontece, por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários³⁴. No entanto, relevante fazer a ressalva quanto à hipótese em que as cotas serão destinadas aos próprios cotistas do fundo, oportunidade em que não será considerada uma oferta pública sujeita à Resolução supramencionada, conforme disposto no art. 8º da mesma Resolução CVM nº 160/22 (BRASIL, 2022).

Continuamente, nos termos do art. 14 da Resolução CVM nº 175/23³⁵ (BRASIL, 2023a), as cotas dos fundos de investimentos são escriturais, nominativas e correspondem a frações do patrimônio da classe de cotas, conferindo direitos e deveres aos cotistas, conforme esteja previsto no respectivo regulamento do fundo - que também deverá ser observado para a

³³ “Art. 4º. Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários, cujos destinatários sejam investidores residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deve ser submetida previamente a registro ou objeto de dispensa junto à CVM nos termos desta Resolução, observado o disposto no parágrafo único do art. 1º e no art. 43” (BRASIL, 2022)

³⁴ “Art. 21. A distribuição de cotas deve ser realizada por instituições habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição, ressalvadas as dispensas previstas em regulamentações específicas.” (BRASIL, 2023a)

³⁵ “Art. 14. As cotas são escriturais, nominativas e correspondem a frações do patrimônio da classe de cotas, conferindo direitos e obrigações aos cotistas, conforme previstos no regulamento.” (BRASIL, 2023a)

condução da subscrição e integralização das cotas, conforme previsão do art. 20, do Anexo IV da Resolução CVM nº 175/23³⁶ para o caso dos FIPs.

A subscrição de cotas de FIPs poderá ser realizada mediante lista ou boletim de subscrição, dos quais devem constar (i) nome e qualificação do subscritor; (ii) número de cotas subscritas, valor total a ser integralizado pelo subscritor e respectivo prazo e (iii) o preço de subscrição.

Já quanto à integralização das cotas, embora geralmente realizada em moeda corrente (SANTOS; NEVES. 2018. p. 68), no caso dos FIPs é admitido que a (i) integralização seja feita com os ativos que serão admitidos ao fundo³⁷, observado o rol previsto no art. 5º, Anexo IV da Resolução CVM nº 175/23 (BRASIL, 2023a), além de também ser possível aos fundos que invistam em companhias em processo de recuperação judicial/extrajudicial ou em reestruturação financeira, que a (ii) integralização se dê por meio de bens ou direitos, inclusive créditos, desde que tais bens e direitos estejam vinculados ao processo de recuperação ou de reestruturação da companhia investida³⁸.

No entanto, em ambas as possibilidades de alternativas à integralização em moeda corrente, o valor justo dos ativos utilizados deverá estar respaldado em laudo de avaliação, a ser elaborado por sociedade empresária especializada independente, conforme norma contábil aprovada pela CVM sobre mensuração do valor justo, quando se tratar da integralização com bens ou direitos vinculados a empresas em recuperação judicial/extrajudicial ou em reestruturação³⁹.

Com efeito, a partir da inserção feita pela LLE do art. 1368-D, III no Código Civil de 2022, instituiu-se a possibilidade da emissão de diferentes classes de cotas pelo mesmo fundo de investimento, às quais podem ser atribuídos direitos e deveres distintos, na medida em que o fundo poderá se organizar em múltiplos patrimônios segregados para cada classe criada.

Remetendo a questão aos FIPs, por fim, essa possibilidade permitirá que um mesmo fundo de investimento em participações possa adaptar as condições de ingresso, notadamente, quanto aos diferentes níveis de exposição a risco e variações do objeto de investimento que este tipo de fundo admite; e passe a compreender, portanto, diferentes perfis de investidores, que antes somente seriam alcançados se fossem constituídos diferentes fundos para cada perfil.

³⁶ “Art. 20. A subscrição e a integralização de cotas devem atender aos termos e condições estipulados no regulamento” (BRASIL, 2023a)

³⁷ “Art. 20. (...) § 4º Admite-se a integralização de cotas com os ativos referidos no art. 5º deste Anexo Normativo IV.” (BRASIL, 2023a)

³⁸ Art. 20. §5, do Anexo IV, da Resolução CVM nº 175/23 (BRASIL, 2023a)

³⁹ Art. 20. §5, do Anexo IV, da Resolução CVM nº 175/23 (BRASIL, 2023a)

3. NATUREZA JURÍDICA E REGIME DE RESPONSABILIDADE DOS COTISTAS DO FIP À LUZ DA LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA

Conforme adiantando no item 2.1., a constituição do primeiro fundo de investimento adaptado à forma condominial ocorreu quando se deu origem ao fundo CRESCINCO (1957), que dessa maneira foi fundando para afastar o regime jurídico das sociedades empresárias. Dentre outras questões, havia principalmente a preocupação de justificar a adoção de um regime fiscal que evitasse a possibilidade de bitributação e, portanto, fosse possível empregar um cenário mais benéfico aos fundos.

Nesse contexto, a escolha feita à época decorreu de ajustes para responder à questão acerca da subsunção fiscal dos fundos, o que levou à assimilação da natureza jurídica condominial, em que a comunhão dos bens investidos pelos cotistas seria organizada em uma estrutura despersonalizada (e por isso, não tributável), da qual cada condômino teria direito a uma fração ideal, denominada por cota. (CARVALHO, 2019. p. 93).

Mais adiante, com a edição da Resolução nº 145/70 pelo CMN, por meio da qual autorizou-se a criação do Fundo Mútuo de investimento em estrutura condominial semelhante a versão que conhecemos hoje e, com previsão da separação entre os patrimônios do administrador, dos cotistas e o patrimônio dos fundos como medida para mitigação de riscos envolvidos, a constituição de fundos de investimento na forma de condomínios passou ser adotada como regra (MAGALHÃES, 2021. p. 31).

A partir de então, considerando que até a publicação da Lei nº 13.874/2019 (BRASIL, 2019) não havia lei federal que conferisse novidade acerca da definição da natureza jurídica dos fundos em geral, pode-se afirmar que os regulamentos tratando dos fundos de investimento que surgiram daquele momento até os dias atuais, estiveram alinhados à natureza jurídica condominial como caracterizadora do aludido veículo de investimento. (PINTO, 2023. p. 21).

3.1. DEBATE ACERCA DA NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Em que pese a ausência de alterações legislativas⁴⁰ e o reflexo da escolha do legislador nas publicações regulatórias feitas pela CVM possam sugerir a um espectador desavisado que

⁴⁰ Ressalvada a Lei 8.668/93 que dispõe exclusivamente sobre os fundos de investimento imobiliário e os define em seu art. 1º: Ficam instituídos Fundos de Investimento Imobiliário, sem personalidade jurídica, caracterizados

haveria um entendimento pacífico acerca do tema, a definição da natureza jurídica condominial dos fundos de investimento sempre foi objeto de críticas por parte da doutrina⁴¹ que defende a revisão da questão e, justifica sua posição afirmando que a aplicação das normas gerais dos condomínios (Capítulo VI, Código Civil de 2002) aos fundos de investimento ensejaria incompatibilidades.

Por exemplo, dado que os cotistas de fundos em geral possuem cotas representativas de uma fração econômica do patrimônio e não podem exercer direitos diretamente sobre os ativos detidos pelo fundo, não seria possível aplicar o art. 1.314 do Código Civil⁴², segundo o qual o condômino pode usar da coisa, reivindicá-la de terceiro ou defender sua posse (PINTO; TOLEDO, 2021. p. 100).

Além disso, outra importante incompatibilidade envolveria a ausência de personalidade decorrente da atribuição do fundo como uma organização em forma de condomínio, o que eventualmente ensejaria hipóteses de responsabilização dos cotistas incompatíveis com a posição de mero investidor. (MARTINS NETO, 2021. p. 58).

Volvendo a questão aos FIPs, a responsabilidade ilimitada ofereceria riscos como a possibilidade de os cotistas serem responsabilizados em função de deveres derivados da posição de controle que geralmente os fundos assumem nas sociedades investidas, além da exposição a contingências envolvendo incidentes de desconsideração da personalidade jurídica, possível responsabilização tributária por débitos das sociedades que compõe o portfólio, ou exposição a garantias que o FIP tenha prestado. (PINTO; TOLEDO, 2021. p. 98).

Esses poucos exemplos correspondem a uma pequena fração dos questionamentos que repercutem no debate acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento e, tamanha é a extensão conferida ao tema, que atualmente reflete-se inclusive sobre se não foi equivocado a academia ter se limitado por tanto tempo à questão, em detrimento de tantos outros assuntos relacionados aos fundos, cuja discussão é igualmente pertinente (WELLISCH, 2020. p. 491).

De todo modo, não há como negar a relevância da matéria em face dos seus desdobramentos no campo prático da atuação dos fundos de investimento. Nesse sentido, deve-se ter em conta que no centro do debate pela melhor definição da natureza jurídica dos fundos

pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários. (BRASIL, 1993)

⁴¹ Pode-se citar como exemplo, os principais defensores da teoria societária que fizeram publicações nesse sentido: Oscar Barreto Filho (1956), Erasmo Valldão Azevedo e Novaes França (2004), Ricardo de Santos Freitas (2004), Jorge Lobo (2005), Mário Tavernard Martins de Carvalho (2012) e Eduardo Cherez Paiva (2016).

⁴² “Art. 1.314. Cada condômino pode usar da coisa conforme sua destinação, sobre ela exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão, reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse e alhear a respectiva parte ideal, ou gravá-la” (BRASIL, 2002)

de investimento, reside na tentativa de submetê-los ao regime jurídico que melhor contemplaria as atividades próprias da sua presença e atuação no mercado.

Ocorre que, conforme será melhor abordado no capítulo final desse trabalho, até antes da publicação da Lei nº 13.874/19 (BRASIL, 2019) não se avançava no debate em razão da dificuldade em sopesar a (i) intenção de conferir ao fundo um novo regime de responsabilidades dos cotistas e prestadores de serviço (*possibilidade que foi associada a se conferir ao fundo personalidade jurídica, tal como uma sociedade*), em face da (ii) preocupação em preservar características dos condomínios, especialmente, a ausência de bitributação.

Com efeito, a despeito de outras teorias formuladas acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento⁴³, destaca-se a teoria condominial, haja vista ter sido a historicamente adotada pelo legislador e, portanto, a mais criticada pelos defensores das demais teorias, como a de maior destaque, que o admite como um tipo societário ou associativo.

Por essa razão, sem pretender conferir menor importância às demais, o presente trabalho se limitará a tratar das duas teorias, tanto porque entende-se como as duas aplicáveis ao contexto do ordenamento jurídico nacional, quanto porque ambas correspondem as teses a que mais foi dada relevância durante todos esses anos de discussão (XAVIER; SANTOS-PINTO, 2020. p. 15).

3.1.1. Teoria Societária ou Associativa

A teoria societária ou associativa propõe que o fundo de investimento é uma sociedade, tendo em vista sua “*perfeita subsunção ao conceito abstrato de sociedade*” contido no art. 981 do Código Civil⁴⁴, defende Ricardo Santos Freitas. (2005. p. 218). Assim, o fundo de investimento deveria ser interpretado como uma estrutura associativa, em face da qual deve ser reconhecida personalidade jurídica e a capacidade de contrair direitos e deveres (DOTTA, 2018. p. 91).

Com efeito, os defensores da teoria destacam como elementos que fundamentam a correspondência entre fundos e sociedades (i) a contribuição em bens (expressa pela transferência de recursos que os cotistas fazem quando da integralização das cotas do fundo),

⁴³ (KUGLER, 2022. p. 57) (...) há pelo menos seis teorias voltadas a endereçar a natureza dos fundos de investimento perante o direito brasileiro: (i) teoria condominial; (ii) teoria societária; (iii) teoria do patrimônio separado; (iv) teoria da propriedade fiduciária; (v) teoria da comunidade de bens não condominial; e (vi) teoria da propriedade em mão comum.

⁴⁴ “Art. 981. Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados.” (BRASIL, 2002)

(ii) o exercício de atividade econômica (verificado pela conjuntura de administração, gestão e aplicação de recursos no mercado), e (iii) a partilha de resultados (notada pela incorporação dos resultados obtidos pelo fundo ao valor da respectivas cotas, que poderão ser resgatadas por seus detentores) (FREITAS, 2005. p. 218).

Contrariando a interpretação societária do fundo de investimento, posicionam-se argumentos no sentido de que a ausência de relação contratual entre os cotistas do fundo afasta a pluralidade contratual característica das sociedades (SATIRO, 2015. p. 566). Além disso, a relação mantida entre o fundo e investidores não é marcada pela autonomia da vontade, ao contrário, possui forte regulação estatal, de maneira que, a falta de elementos como a ingerência dos cotistas e de um acordo de vontades para o exercício da atividade econômica também seria um fator de distanciamento, visto que ausente o caráter de *affectio societatis* (SANTOS, 2019. p. 48).

Adicionalmente, por fim, conforme disposto no art. 983 do Código Civil⁴⁵, sociedades empresárias tal como se pretenderiam enquadrar os fundos devem ser constituídas segundo um dos tipos regulados nos artigos 1.039 a 1.092 do mesmo diploma. Entretanto, considerando as características e regime jurídico dos fundos de investimento, dificilmente alguma das modalidades de sociedades serviria ao propósito anunciado (SANTOS, 2019, p. 48).

Em que pese a reiterada opção do legislador pela manutenção da teoria condominial tenha sido consolidada com a publicação da Lei nº 13.874/19 (BRASIL, 2019) e a teoria societária nunca tenha sido esposada pelo legislador (KUGLER, 2022. p. 61), observa-se que as produções acadêmicas em que foram feitas em defesa da atribuição da natureza jurídica societária aos fundos de investimento gozam de prestígio na doutrina, visto que prestaram grande contribuição ao debate ao identificar elementos que de fato poderiam equivaler os fundos a sociedades e, portanto, seu valor é reconhecido (KUGLER, 2022. p. 58).

Não obstante, as críticas à natureza condominial que foram sustentadas com protagonismo pelos defensores da teoria societária se concentram, resumidamente, em apontar a incompatibilidade das regras gerais dos condomínios previstos no Código Civil (BRASIL, 2002), notadamente, quanto a negativos efeitos que a ausência de personalidade jurídica e limitação da responsabilidade afetas à natureza jurídica condominial gerariam no funcionamento dos fundos.

⁴⁵ “Art. 983. A sociedade empresária deve constituir-se segundo um dos tipos regulados nos arts. 1.039 a 1.092; a sociedade simples pode constituir-se de conformidade com um desses tipos, e, não o fazendo, subordina-se às normas que lhe são próprias. Parágrafo único. Ressalvam-se as disposições concernentes à sociedade em conta de participação e à cooperativa bem como as constantes de leis especiais que, para o exercício de certas atividades, imponham a constituição da sociedade segundo determinado tipo”. (BRASIL, 2002)

Ocorre que, embora sempre haja espaço para a inauguração de novas problemáticas acerca do espinhoso tema, diante das alterações promovidas pela Lei nº 13.874/19, parece que o legislador foi exitoso em proporcionar a superação das fragilidades da qual a adoção da natureza condominial era acusada de conservar.

3.1.2. Teoria Condominial ou da copropriedade

Originalmente, a teoria condominial aplicada aos fundos de investimento baseava-se no entendimento de que o fundo de investimento corresponderia a um condomínio tal como disposto entre os artigos 1.314 e 1.330 do Código Civil (BRASIL, 2002). Segundo consta instituído nos artigos do referido diploma, Carlos Martins Neto (2021, p. 60) esclarece que *“cada o condômino pode usar a coisa conforme sua destinação, exercer todos os direitos compatíveis com a não divisão da coisa, reivindicar de terceiro, defender sua posse, alienar ou gravar a respectiva parte ideal, não podendo, contudo, alterar a destinação da coisa comum, nem dar posse, uso ou gozo dela a estranhos sem o consenso dos outros condôminos”*. Além disso, *“a qualquer tempo, o condômino poderá exigir a divisão da coisa comum, hipótese em que as despesas da divisão recairão proporcionalmente sobre as frações de cada condômino”*.

No entanto, a muito se sabe que a submissão dos fundos de investimento às regras aplicáveis ao condomínio geral previstas no Código Civil (BRASIL, 2002) de fato apresentam uma série de incompatibilidades, bastando o estudo comparativo entre os artigos 1.314 a 1.326 do Código Civil (BRASIL, 2002) com os dispositivos das instruções CVM dedicadas aos fundos para que se verifique o efeito de um não ser adaptável ao outro (KUGLER, 2022. p. 68), vide os exemplos que já foram citados no item 3 do presente trabalho.

Sendo assim, empregando certo pragmatismo, a teoria condominial aplicada aos fundos de investimento pregava pela ausência da personalidade jurídica própria, principalmente em razão da preocupação em se evitar a bitributação, aliada ao reconhecimento do fundo como um grupo de pessoas que aglutinam seus recursos financeiros em um patrimônio central, do qual seriam conjuntamente titulares da propriedade e dos frutos do seu emprego para o financiamento de atividade econômica (MARTINS NETO, 2021. p. 60).

Nesse sentido, referida corrente teórica corresponde em tese a tradicionalmente adotada em nosso direito, dado que quase desde a origem dos fundos de investimento o legislador pátrio adotou esta forma jurídica de endereçar os fundos de investimento no Brasil. Tanto o é que,

referida corrente teórica foi novamente reforçada com a modificação do Código Civil pela Lei nº 13.874 (BRASIL, 2019).

Ocorre que, muito embora a CVM tenha atuado por todos esses anos sem que a definição da natureza jurídica condominial dos fundos de investimento impedisse a evolução do mercado deste veículo no Brasil, deveras que as críticas voltadas as incompatibilidades decorrentes da aplicação integral das regras gerais dos condomínios previstos no Código Civil (BRASIL, 2002) não se faziam atoa, haja vista os vários questionamentos que o regime jurídico proporciona tanto nas relações internas do fundo (fundo x cotistas, cotistas x prestadores de serviço, prestadores de serviço x fundo) quanto externas (fundo, cotistas, prestadores de serviço x terceiros com que se negocia).

No entanto, em face desse cenário, e contrariando as expectativas daqueles que consideravam a teoria societária como potencial resposta à incompatibilidade aventada acima, depreende-se da redação da Lei nº 13.874 (BRASIL, 2019) que o legislador preferiu definir o fundo como um condomínio de natureza *especial*, conforme as alterações promovidas que abordaremos a seguir.

3.2. ALTERAÇÕES ADVINDAS DA INSERÇÃO DOS ARTS. 1.368-C E 1.368-D NO CÓDIGO CIVIL

A Lei nº 13.874 (BRASIL, 2019) que foi promulgada no dia 20 de setembro de 2019 sob o apelido de “Lei de Liberdade Econômica”, é o resultado do processo legislativo que foi iniciado com a edição da Medida Provisória nº 881 (BRASIL, 2019). Trata-se de iniciativa que pretendeu reafirmar a autonomia privada no que se refere às relações patrimoniais privadas, fortalecer o princípio da livre iniciativa e melhorar o ambiente de negócios do País.

Dentre outras várias modificações promovidas com a promessa de resolver problemas enfrentados pelo empreendedorismo brasileiro, a Lei nº 13.874 (BRASIL, 2019) inseriu marcantes dispositivos relacionados à indústria de fundos de investimento no Brasil. (WELLSCH, 2020. p. 490). Por meio da redação do art. 7º da referida lei, foram feitas alterações no Código Civil (BRASIL, 2002), mais precisamente, com a inclusão do Capítulo X “Do Fundo de Investimento”, no Título III “Da Propriedade”, do Livro III “Do Direito das Coisas”, cuja composição se dá pelos artigos 1.368-C até 1.368-F.

Efetivamente, no entanto, para fins do objeto analisado no presente trabalho, que envolve analisar a atribuição de natureza de condomínio especial aos fundos de investimento,

bem como a instituição da possibilidade da limitação da responsabilidade do fundo mesmo sem ter conferido personalidade jurídica a ele, interessam especificamente os artigos 1.368-C⁴⁶ e 1.368-D⁴⁷.

Muito brevemente, além das inovações a que se conferiu maior protagonismo, podem ser citadas outras importantes alterações promovidas pela Lei nº 13.784 (BRASIL, 2019) no que tange aos fundos de investimento, sendo elas (i) a ampliação da finalidade dos fundos de investimento para aplicação em “bens e direitos de qualquer natureza”, (ii) o reforço da autoridade da CVM para regulação e registro dos fundos de investimento, (iii) a possibilidade de criação de diferentes classes de cotas do mesmo fundo, mas com direitos, deveres e patrimônio segregado para cada classe e, (iv) a instituição de regras aplicáveis no caso de insolvência do fundo de investimento.

Não obstante, o primeiro aspecto que aqui merece destaque diz respeito justamente ao mencionado debate em torno da definição da natureza jurídica do fundo de investimento no Brasil. Como se extrai da redação do art. 1.368-C (BRASIL, 2002), os fundos de investimento em geral são claramente definidos como um “*condomínio de natureza especial*” destinado a aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza, e cuja disciplina competirá à CVM, segundo o §2º do mesmo artigo (BRASIL, 2002).

No mesmo sentido, parecendo até que assim foi feito para pôr uma pá de cal na discussão, o legislador cuidou de incluir no Código Civil o §1º do art. 1.368-C (BRASIL, 2002) onde agora consta expressamente que as disposições dos artigos 1.314 a 1.358 voltadas para o condomínio geral não se aplicam aos fundos de investimento (WELLISCH, 2020. p. 492).

⁴⁶ Código Civil. “Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza. § 1º Não se aplicam ao fundo de investimento as disposições constantes dos arts. 1.314 ao 1.358-A deste Código. § 2º Competirá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no caput deste artigo. § 3º O registro dos regulamentos dos fundos de investimentos na Comissão de Valores Mobiliários é condição suficiente para garantir a sua publicidade e a oponibilidade de efeitos em relação a terceiros.” (BRASIL, 2002)

⁴⁷ Código Civil. Art. 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer: I - a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas; II - a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade; e III - classes de cotas com direitos e obrigações distintos, com possibilidade de constituir patrimônio segregado para cada classe. § 1º A adoção da responsabilidade limitada por fundo de investimento constituído sem a limitação de responsabilidade somente abrangerá fatos ocorridos após a respectiva mudança em seu regulamento. § 2º A avaliação de responsabilidade dos prestadores de serviço deverá levar sempre em consideração os riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do fundo de investimento e a natureza de obrigação de meio de seus serviços. § 3º O patrimônio segregado referido no inciso III do caput deste artigo só responderá por obrigações vinculadas à classe respectiva, nos termos do regulamento. (BRASIL, 2002)

Continuamente, a alteração que aqui mais nos interessa constou no art. 1.368-D, I do Código Civil, por meio do qual passou-se a permitir que os regulamentos dos fundos de investimento limitem a responsabilidade⁴⁸⁴⁹ de cada investidor ao valor de suas respectivas cotas, desde que observadas as normas da CVM, que por sua vez, regulamentou a questão com as recém-publicadas Resolução CVM nº 175/23 (BRASIL, 2023a), por sua vez, alterada Resolução CVM nº 184/23 (BRASIL, 2023b).

Todavia, antes que finalmente se adentre na reflexão que se prestou fazer no item 4 do presente trabalho monográfico, cumpre expor brevemente o atual regime de responsabilidades dos cotistas de Fundos de Investimento em Participações pós alterações promovidas pela LLE (BRASIL, 2019).

3.3. REGIME DE RESPONSABILIDADE DOS COTISTAS DE FIP À LUZ DA LLE

Os cotistas de fundo de investimento em participações estão sujeitos às responsabilidades diretas inerente à condição de investidor (diretas), e às indiretas, previstas na política de investimento desenvolvida pelo fundo (MARTINS NETO, 2017. p. 143).

3.3.1. Responsabilidade pela integralização das cotas subscritas

A principal responsabilidade direta a que estão sujeitos os cotistas dos FIPs consiste no dever de integralizar as cotas que tenham subscrito. Nesse sentido, conforme já abordado no item 3.4. “Cotas e a condição de cotista do FIP”, uma vez realizada a respectiva subscrição, estão obrigados os cotistas a efetivar a sua integralização, seja por moeda corrente ou ativos que serão integralizados ao fundo, desde que compreendidos no rol do art. 5º, do Anexo IV da Resolução CVM nº 175/23⁵⁰.

Assim, além da integralização em si, os cotistas dos FIP estão sujeitos ao dever de observar as formalidades atinentes ao ato de integralizar, como, por exemplo, apresentar laudo

⁴⁸ Ressalta-se que o inciso II do mesmo dispositivo também previu a possibilidade da limitação da responsabilidade dos prestadores de serviços, bem como, parâmetros de sua aferição.

⁴⁹ Referida possibilidade de limitação de responsabilidade somente pode abranger fatos ocorridos após a respectiva alteração do regulamento, conforme disposto no parágrafo segundo do comentado artigo.

⁵⁰ “Art. 5º As classes de cotas dos FIP devem ser constituídas em regime fechado, sendo destinadas à aquisição de: I – ações, bônus de subscrição, debêntures simples, notas comerciais e outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas; II – títulos, contratos e valores mobiliários representativos de crédito ou participação em sociedades limitadas; III – cotas de outros FIP; e IV – cotas de Fundos de Ações – Mercado de Acesso (BRASIL, 2023a)

de avaliação elaborado por sociedade empresária especializada independente, conforme norma contábil aprovada pela CVM sobre mensuração do valor justo, caso os ativos correspondam a bens, direitos ou créditos vinculados a empresas em recuperação⁵¹.

Por fim, acrescenta-se ainda a necessidade de o cotista, caso decida exercer seu direito de voto, fazê-lo no interesse da respectiva classe de sua cota, conforme previsão do art. 24, do Anexo IV da Resolução CVM nº 175/23⁵².

3.3.2. Responsabilidade por aportes extraordinários

São inerentes ao funcionamento dos fundos de investimento uma série de despesas, cujo pagamento deverá ser feito diretamente pelo fundo. Assim, além da listagem de encargos a que os fundos de modo geral estão sujeitos, prevista no art. 117, Anexo IV da Resolução CVM nº 175/23⁵³, as despesas que podem especificamente ser previstas como encargos pelo regulamento dos fundos de investimento em participações estão definidas no art. 28, do Anexo IV da Resolução CVM nº 175/23⁵⁴.

51 “Art. 20. § 6º O valor justo dos ativos utilizados em integralização de cotas deve estar respaldado em laudo de avaliação, o qual deve ser elaborado por empresa especializada independente, conforme norma contábil aprovada pela CVM sobre mensuração do valor justo, quando se tratar das situações previstas no § 5º” (BRASIL, 2023a)

52 “Art. 24. O cotista deve exercer o direito de voto no interesse da classe de cotas.” (BRASIL, 2023a)

53 “Art. 117. Constituem encargos do fundo as seguintes despesas, que lhe podem ser debitadas diretamente, assim como de suas classes de cotas, se houver, sem prejuízo de outras despesas previstas nesta Resolução ou em regulamentação específica: I – taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo; II – despesas com o registro de documentos, impressão, expedição e publicação de relatórios e informações periódicas previstas nesta Resolução; III – despesas com correspondências de interesse do fundo, inclusive comunicações aos cotistas; IV – honorários e despesas do auditor independente; V – emolumentos e comissões pagas por operações da carteira de ativos; VI – despesas com a manutenção de ativos cuja propriedade decorra de execução de garantia ou de acordo com devedor; VII – honorários de advogado, custas e despesas processuais correlatas, incorridas em razão de defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação imputada, se for o caso; VIII – gastos derivados da celebração de contratos de seguro sobre os ativos da carteira, assim como a parcela de prejuízos da carteira não coberta por apólices de seguro, salvo se decorrente diretamente de culpa ou dolo dos prestadores dos serviços no exercício de suas respectivas funções; IX – despesas relacionadas ao exercício de direito de voto decorrente de ativos da carteira; X – despesas com a realização de assembleia de cotistas; XI – despesas inerentes à constituição, fusão, incorporação, cisão, transformação ou liquidação da classe; XII – despesas com liquidação, registro e custódia de operações com ativos da carteira; XIII – despesas com fechamento de câmbio, vinculadas às operações da carteira de ativos; XIV – no caso de classe fechada, se for o caso, as despesas inerentes à: a) distribuição primária de cotas; e b) admissão das cotas à negociação em mercado organizado; XV – royalties devidos pelo licenciamento de índices de referência, desde que cobrados de acordo com contrato estabelecido entre o administrador e a instituição que detém os direitos sobre o índice; XVI – taxas de administração e de gestão; XVII – montantes devidos a fundos investidores na hipótese de acordo de remuneração com base na taxa de administração, performance ou gestão, observado o disposto no art. 99; XVIII – taxa máxima de distribuição; e XIX – despesas relacionadas ao serviço de formação de mercado.” (BRASIL, 2023a)

54 “Art. 28. Em acréscimo aos encargos dispostos no art. 117 da parte geral da Resolução, o regulamento pode prever como encargos as seguintes despesas: I – taxa de performance; II – taxa máxima de custódia; III – encargos com empréstimos contraídos em nome da classe de cotas; IV – prêmios de seguro; e V – inerentes à realização de reuniões de comitês ou conselhos, dentro de limites estabelecidos no regulamento. (BRASIL, 2023a)

Nesse contexto, considerando que a carteira de um fundo de investimento em participações deve manter 90% do patrimônio líquido investido nos ativos previstos no art. 5º, do Anexo IV da Resolução CVM nº 175/23 (BRASIL, 2023a) podendo ainda a soma desses 90% ser integrada por valores destinados ao pagamento de despesas do fundo, desde que limitados a 5% do total do patrimônio líquido, afere-se que até 15% dos recursos do FIP podem ser destinados a constituir uma reserva líquida, eventualmente destinada ao pagamento das despesas operacionais e com contratações feitas pelo fundo.

A despeito da possibilidade da destinação de parte do patrimônio do FIP para honrar encargos, é possível que as reservas estejam esgotadas ou sejam insuficientes para honrar com dívidas em vencimento. Nesse contexto, ainda que o patrimônio do fundo seja positivo, como a política de investimento em participações envolve a expectativa pelo desenvolvimento das sociedades investidas até o momento em que seja possível aferir lucros com a alienação da participação, pode ocorrer de o patrimônio estar vinculado e ilíquido durante o transcurso desse período.

Diante da necessidade em dispor de recursos em liquidez, vislumbra-se usualmente duas opções: antecipar a liquidação de determinado ativo do fundo ou solicitar a realização de aportes extraordinários de recursos pelos cotistas (MENEZES; DI BIASE; SOUZA; 2021. p. 123). Enquanto a primeira é dificultada pelas variáveis relacionadas a viabilidade da alienação do ativo, a segunda representa a responsabilidade indireta do cotista ser obrigado ao dispêndio inesperado de valores a serem aportados ao fundo.

Com efeito, a publicação da Lei nº 13.874/19 (BRASIL, 2019) impôs relevante alteração no contexto da segunda alternativa. Se antes dessa lei, o art. 15, do Anexo IV da Instrução CVM nº 555/14⁵⁵ (BRASIL, 2014) autorizava o administrador dos fundos a realizar chamadas obrigatórias para que os cotistas realizassem aportes extraordinários, a redação do art. 1.368-D, I introduziu a possibilidade de previsão no regulamento a limitação da responsabilidade dos cotistas ao valor das suas respectivas cotas, de maneira que, desde que o regulamento preveja a limitação, estará facultado ao cotista atender ou não as chamadas que já não estivessem previstas (MENEZES; DI BIASE; SOUZA; 2021. p. 125).

3.3.3. Responsabilidade pelo patrimônio líquido negativo do fundo

⁵⁵ “Art. 15. Os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nesta Instrução.” (BRASIL, 2014)

Conforme já explanado, a política de investimento desenvolvida pelo FIP envolve alta exposição a riscos relacionados as incertezas quanto à futura valorização da participação que o fundo detenha nas sociedades investidas. Afinal, mesmo gestores profissionais fazem projeções equivocadas, não adotam as melhores escolhas e, portanto, podem sujeitar o patrimônio dos fundos a prejuízos decorrentes de investimentos infrutíferos.

Nessa toada, em situações derradeiras, é possível que o saldo de todas as relações jurídicas empreendidas pelo fundo corresponda a prejuízos ou dívidas suficientes para que o seu patrimônio fique negativo, ou seja, pior do que a hipótese tratada no item anterior, em que o fundo momentaneamente não tem recursos disponíveis para transferência, aqui estar-se-á diante de contexto em que o fundo deve e não tem patrimônio para saldar seus deveres.

Novamente, a limitação da responsabilidade prevista pelo inciso I, do art. 1.368-D, introduziu importante alteração das consequências impostas aos cotistas em face do contexto em que o patrimônio líquido do fundo está negativo. Se antes da Lei nº 13.874/19 (BRASIL, 2019), o passivo deveria ser compartilhado pelos cotistas na proporção da participação que suas cotas representavam, atualmente, se previsto no regulamento, as perdas dos cotistas pelo insucesso das atividades do fundo são limitadas à desvalorização máxima de suas cotas. Portanto, eliminou-se o que antes configurava uma responsabilidade indireta.

3.3.4. Responsabilidade pela posição de controle nas companhias investidas

Dando continuidade a exposição de responsabilidades indiretas, deve-se ter em mente que a previsão do art. 5º, §1º, do Anexo IV da Resolução CVM nº 175/23 (BRASIL, 2023a) quanto à necessidade do FIP *participar do processo decisório das sociedades investidas, com efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão*, quase corresponde a estabelecer que o fundo deve assumir a posição de controle da sociedade investida.

Referida posição de controle pode ser assumida pela aquisição da maioria das ações com direito a voto, pela formação ou adesão de um bloco de controle ou até mesmo mediante a celebração de acordo de acionistas. Nessa linha, a assunção do poder de controle confere ao FIP a condição de acionista controlador e, portanto, passa a se submeter ao regime de responsabilidades que lhe é próprio, conforme disposições contidas nos artigos 116, parágrafo único e 117 da Lei nº 6.404/76⁵⁶.

⁵⁶ Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades

Resumidamente, portanto, ao assumir a posição de controle da sociedade investida, o FIP passa a estar sujeito à eventual responsabilização por atos de abuso de poder de controle, riscos de responsabilidade solidária e subsidiária, sujeição a hipóteses de desconsideração da personalidade jurídica e, finalmente, potencial responsabilização tributária.

Como os efeitos de eventual responsabilização recairá em princípio sobre o fundo, ensejando a redução do valor da cota em razão da subtração de recursos do patrimônio total, depreende-se que os cotistas serão indiretamente responsabilizados, a princípio. No entanto, nas hipóteses em que seja constatado que a responsabilidade decorreu de ato irregular que o gestor e/ou administrador do fundo tenham cometido, o fundo poderá exercer direito de regresso em face destes, pretendendo a reparação do prejuízo que tenham dado causa.

Portanto, com exceção dos casos em que os efeitos da responsabilização do fundo tenham se voltado contra o gestor e/ou administrador por meio da comprovação de que a conduta desses tenha oferecido violação à lei, normas editadas pela CVM ou o próprio regulamento do fundo, os cotistas estão sujeitos a responsabilização que advém da posição de controle assumida pelo FIP (MARTINS NETO, 2015. p. 118).

3.3.5. Responsabilidade por eventuais garantias prestadas pelo fundo

Finalmente, cumpre abordar a responsabilidade indireta relacionada ao inadimplemento de alguma dívida recoberta por instrumento em que o fundo tenha figurado como fiador, avalista ou assumido outro tipo de garantia. Assim, trata-se da hipótese em que os cotistas

para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender. (BRASIL, 1976)

Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. § 1º São modalidades de exercício abusivo de poder: a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional; b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia; d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente; e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembléia-geral; f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas; g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade. h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia. (BRASIL, 1976).

estarão sujeitos aos efeitos da execução da garantia sobre o patrimônio do fundo e, novamente, terão observado a redução do valor de suas cotas respectivas.

No entanto, vale frisar que o compromisso a que o fundo tenha se vinculado deve ter sido devidamente autorizado em assembleia geral em que a possibilidade tenha sido deliberada, caso contrário, consistirá em situação em que o administrador/gestor tenha extrapolado o escopo da política de investimento do FIP e, portanto, será possível que se volte o dever de honrar com a execução da garantia contra esses (MARTINS NETO, 2015, p. 119).

4. REFLEXÕES ACERCA DA LIMITAÇÃO DA RESPONSABILIDADE NO FIP A PARTIR DA LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA

Cumpridas as etapas de ambientação histórica, apresentação dos fundos de investimento e das particularidades que distinguem os fundos de investimento em participações das demais espécies, bem como a etapa de contextualização do debate acerca da natureza jurídica que compreende o objeto central desse trabalho, notadamente, quanto à Lei nº 13.874/19 (BRASIL, 2019) ter instituído a possibilidade de ser prevista a limitação de responsabilidade no regulamento dos fundos de investimento a despeito de a ele não ter atribuído personalidade jurídica, passa-se finalmente a apresentar os resultados das reflexões feitas com base na análise de trabalhos publicados antes e após a promulgação da Lei de Liberdade Econômica.

4.1. ANÁLISE DA INSTITUIÇÃO DO CONDOMÍNIO DE NATUREZA ESPECIAL

Conforme adiantado no item 3.2., dentre os dois artigos introduzidos pela Lei nº 13.874/19 (BRASI, 2019) que possuem maior relevância para a respectiva reflexão, o primeiro corresponde ao art. 1.368-C (BRASIL, 2002), cuja redação definiu os fundos de investimento como (...) *uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.*

Diante do dispositivo, as críticas se dirigiram a duas questões principais: uma, quanto à (i) definição da natureza jurídica condominial dos fundos de investimento, pela primeira vez definida em lei federal aplicável a todos os tipos de fundos; a outra, em relação ao (ii) emprego do termo “especial” ter causado imprecisões, ao passo que, acusa-se a lei de tentar afirmar qual não é a natureza jurídica dos fundos de investimento, sem que tenha trazido uma definição

precisa do que seria um condomínio de natureza especial (XAVIER; SANTOS-PINTO, 2020. p. 12).

4.1.1. Posicionamento quanto ao emprego do termo “especial”

A primeira crítica à lei a ser objeto de reflexão diz respeito a eventual imprecisão em função da pretensa falta de delimitação dos contornos do tipo de condomínio que se fez surgir pelo emprego do termo “especial”, em tese não tendo a Lei nº 13.874/19 (BRASIL, 2019) estabelecido a disciplina jurídica aplicável ao novo instituto (MARTINS NETO, 2021. p. 66).

Formula-se a opinião de que não ter sido detalhada no próprio corpo do art. 1.368-C (BRASIL, 2002) a disciplina jurídica do novo tipo de condomínio, não deve ser interpretado como omissão do legislador, mas sim reflexo de preocupação em não restringi-la ao assumir o desnecessário desafio de tentar abarcar todas as particularidades do complexo instituto no conciso formato que usualmente caracteriza a redação das leis.

Dessa forma, parece que a acusada imprecisão foi feita em razão de não ser dada a devida importância a previsão do §2º do art. 1.368-C⁵⁷, que estabelece a competência da CVM exatamente para disciplinar o conjunto de características definidoras dos fundos, agora na figura do novo condomínio de natureza especial.

Nesse compasso, arrisca-se a defender que não havia obstáculos quando da publicação da Lei nº 13.874/19 (BRASIL, 2019) que impedissem a interpretação dos dispositivos inseridos, no sentido de que, a definição de um condomínio de natureza especial passou a corresponder, justamente, àqueles, cujas características e nuances são definidas por regulamentação da CVM.

Diante disso, é possível ainda defender que o legislador foi feliz ao realizar as alterações como o fez, tanto porque resolveu o problema da tão criticada incompatibilidade do regime dos condomínios previstos no Código Civil (KUGLER, 2022, p. 68), quanto porque cuidou de estabelecer amplitude, e não imprecisão, à nova definição dos fundos de investimento.

Como bem relatou o Superintendente de Relações com Investidores Institucionais da CVM, Daniel Maeda, *“foi muito oportuno que essa competência legal ampla tenha surgido. Não faltava clareza do alcance da CVM, mas faltava segurança jurídica. Isso está superado com a nova lei”* (BARBIN, 2020. p. 21).

⁵⁷ Art. 1.368-C. § 2º “Competirá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no caput deste artigo.” (BRASIL, 2002).

Desse modo, atualmente podemos verificar o cenário que se imagina era pretendido com a publicação da respectiva Lei nº 13.874/19 (BRASIL, 2019), visto que as particularidades existentes entre os diversos tipos de fundos puderam ser minuciosa e detalhadamente contempladas pelo competente trabalho regulador desempenhado pela CVM, hoje traduzido na Resolução CVM nº 175/23 (BRASIL, 2023a), alterada pela Resolução nº 184/23 (BRASIL, 2023b).

4.1.2. Posicionamento quanto à definição da natureza jurídica condominial

Recordando-se o que já foi tratado, apesar de ter sido a teoria que prevaleceu na legislação e regulação relativa aos fundos de investimento no decorrer dos anos, a atribuição da natureza jurídica condominial sempre foi objeto de críticas por parcela da academia, novamente, ressaltando-se o protagonismo da teoria societária como a principal corrente que se destacou no debate ante a condominial, por meio da qual se defendia a inaplicabilidade do regime jurídico dos condomínios até então previstos no Código Civil, vide os exemplos que foram citados no decorrer da exposição do item 3.1.

Volvendo o contexto em que foi dada a redação do art. 1.368-C, percebeu-se que as considerações que antes eram feitas em defesa da necessidade de se deixar de atribuir natureza jurídica condominial aos fundos de investimento, naturalmente, acabaram sendo aproveitadas para criticar a manutenção do termo “condomínio” como integrante da nova definição dos fundos de investimento.

Ocorre que, ressalvada a justa opinião contida em artigo publicado por Luciana Pedroso Xavier e Rafael dos Santos-Pinto quanto ao legislador talvez ter sido contraditório ao invocar o *nomen iuris* de um instituto para logo na sequência afastar o seu regime jurídico (XAVIER; SANTOS-PINTO, 2020. p. 11), não faz sentido aprofundar a presente reflexão sobre as incompatibilidades dos fundos de investimento em face das regras gerais dos condomínios voluntários até então previstos no Código Civil, simplesmente porque a questão parece ter sido superada pela expressa previsão do art. 1.368-C, §1º⁵⁸, que definitivamente afastou a aplicabilidade dos arts. 1.314 ao 1.358-A (BRASIL, 2002) aos fundos de investimento.

Deveras, bastaria a realização de comparativo analítico entre o conjunto de arts. 1.314 ao 1.358-A (BRASIL, 2002) e os dispositivos da Instrução Normativa CVM nº 555/14

⁵⁸ Art. 1.368-C. § 1º. “Não se aplicam ao fundo de investimento as disposições constantes dos arts. 1.314 ao 1.358-A deste Código” (BRASIL, 2002)

(BRASIL, 2014) para que restasse clara a falta de coerência entre um e outro, não atoa, a estipulação do fundo de investimento como condomínio especial e a expressa determinação afastando a aplicabilidade dos arts. 1.314 ao 1.358-A pode inclusive ser interpretada como o convencimento do legislador diante das críticas que parte da doutrina fazia nesse sentido (KUGLER, 2022, p. 69).

No entanto, muito embora absolutamente respeitável a opinião dos que defendiam que esse afastamento entre fundos e o regime jurídico dos condomínios voluntários devesse ser feito pela absorção da teoria societária ou outra que não a condominial, fato é que a solução encontrada pelo legislador em particularizar um tipo especial de condomínio atendeu ao mesmo propósito (KUGLER, 2022. p. 69) e, como adiante se verá no item 4.3., guarda como justificativa a intenção em manter coerência com todo um ordenamento jurídico que já se havia construído sob essa denominação, bem como a preocupação em fazer alterações sempre ajustadas à previsibilidade e segurança jurídica, bases de toda a Lei nº 13.874/19 (BRASIL, 2019).

Com efeito, uma vez delimitados os fundos de investimento como condomínios, o desafio deixou de consistir em investigar sobre qual natureza jurídica melhor se adequaria aos fundos e passou a ser como interpretar o novo instituto que foi inaugurado, notadamente, quanto ao objeto sob o qual a comunhão desse tipo se volta e, e como assimilar uma estrutura que traduza a concepção de fundo de investimento como um condomínio de natureza especial.

Em relação a tal ponto em particular, a presente reflexão se valerá das considerações realizadas por Herbert Morgenstern Kugler em sua obra “O Poder de Controle no Fundo de Investimento” (2022) e sua proposta sobre como compreender o caráter especial do condomínio de um fundo de investimento, ao qual o autor deste trabalho monográfico se filia.

Preliminarmente, o autor esclarece que diferentemente dos condomínios voluntários em que os condôminos são titulares de frações ideais dos bens que compõe o patrimônio sob o qual o condomínio se dará, os cotistas de um fundo de investimento não são titulares do conjunto de bens que formam o patrimônio do fundo, somente o próprio fundo é o seu titular.

Nesse rumo, os cotistas são apenas titulares das cotas emitidas pelo fundo e, uma vez tendo-as adquirido, a titularidade da cota lhes conferirá “*o valor econômico correspondente à fração ideal que a cota representa no patrimônio do fundo*” (KUGLER, 2022. p. 72).

Essa importante distinção seria fundamental para compatibilizar as concepções de fundo de investimento e condomínio, na medida em que, a instituição de um condomínio especial teria criado uma diferenciação jurídica, em que a comunhão, aspecto intrínseco ao condomínio, não

ocorre pela titularidade sobre os bens, mas sim por meio da titularidade sobre a universalidade de direitos em que o fundo de investimento se traduz.

Por universalidade de direitos, entende-se como uma reunião de relações jurídicas a que o próprio ordenamento jurídico imputa uma finalidade única, neste caso, a aplicação em ativos financeiros (KUGLER, 2022. p. 75). Nesse sentido, é possível reconhecer que o fundo de investimento corresponde a uma universalidade de direitos e, é sob esta que se volta a comunhão do condomínio especial, em que os cotistas serão titulares da fração ideal que suas cotas representarem do todo.

Paralelamente, os ativos e os bens objetos das relações jurídicas contraídas pelo fundo de investimento, formam o patrimônio cujo titular é unicamente o próprio fundo, e não mais os cotistas, o que resolve a problemática que antes havia em torno da dificuldade em assimilar o mesmo tipo de comunhão (*titularidade de fração ideal de cada bem integrante do patrimônio*) dos condomínios voluntários aos fundos de investimento.

Ocorre que, assumir que o fundo de investimento constituído sob a forma de um condomínio especial titulariza um patrimônio destacado daquele ao alcance dos próprios cotistas, desagua no debate sobre se essa separação entre o patrimônio do fundo e dos seus cotistas não dependeria de ser conferida personalidade jurídica ao fundo. Essa questão, por sua vez, está contemplada no item a seguir, em que será abordada a limitação da responsabilidade no âmbito dos fundos de investimento.

4.2. ANÁLISE DA FACULTADA LIMITAÇÃO DE RESPONSABILIDADE AOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Finalmente adentrando na principal reflexão realizada, passa-se à possibilidade de previsão de responsabilidade limitada para os cotistas de fundos de investimento instituída pela Lei nº 13.874/19 (BRASIL, 2019).

Antes da publicação da Lei de Liberdade Econômica, observava-se que apesar de sua importância na economia de todo país, as normas aplicáveis aos fundos de investimento brasileiros eram escassas e não refletiam adequadamente as complexidades dessa modalidade de aplicação de recursos financeiros, o que acabava por criar inconsistências que em certa medida atrapalhavam o desenvolvimento do próprio setor (TOLEDO; PINTO, 2021. p. 92).

Uma das principais lacunas no ordenamento jurídico a que se voltavam os fundos de investimento – em particular, os fundos de investimento em participações, dizia respeito

justamente a exposição dos cotistas à responsabilidade ilimitada por eventual patrimônio negativo do fundo que, como se viu, poderia ser ocasionado por razões das quais os próprios cotistas não teriam contribuído para tanto.

Essa responsabilidade ilimitada, por sua vez, se explicava em razão da até então subsunção dos fundos de investimento ao regime jurídico dos condomínios voluntários previstos no Código Civil (BRASIL, 2002), do qual a responsabilidade ilimitada é característica, haja vista a existência de um único patrimônio central, sobre o qual todos os cotistas exercem titularidade sob a fração ideal de cada bem que o compõe.

Assim, havia a preocupação em tratar melhor a questão, uma vez que a responsabilidade ilimitada (i) se demonstrava incompatível com a posição assumida pelos cotistas, geralmente, correspondendo a investidores sem ingerência direta na gestão dos ativos, além de (ii) elevar muito os riscos envolvidos na alocação de recursos em fundos de investimento.

Nesse contexto, uma das principais alternativas propostas pela doutrina para solução da questão consistia na atribuição de personalidade jurídica aos fundos, ao passo que, consideravam a medida como forma de segregar um patrimônio a ser titularizado pelo fundo e, por conseguinte, fosse empregada a limitação da responsabilidade do cotista ao limite das cotas.

Contudo, conforme abordado no item 4.1., a solução adotada pelo legislador para resolver o problema foi de efetivamente afastar o regime dos condomínios voluntários previstos no Código Civil (BRASIL, 2002) por meio da instituição de um novo tipo de condomínio, distinto pelo emprego do termo “especial”. Com efeito, dentre outras alterações promovidas pela Lei nº 13.874/19 (BRASIL, 2019), o inciso I do art. 1.368-D, previu *que “o regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer: I - a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas”*.

Ocorre que, referida inovação ensejou o debate sobre se teria sido acertada a decisão do legislador em prever a limitação da responsabilidade, a despeito de não ter sido atribuída personalidade jurídica aos fundos de investimento. Assim, autores como Carlos Martins Neto, Luciana Pedroso Xavier, Rafael dos Santos-Pinto e Carlos Augusto Rodrigues de Carvalho argumentaram em trabalhos publicados após à Lei nº 13.874/14 (BRASIL, 2019) que a previsão teria sido equivocada, haja vista a pretensa interdependência existente entre a personalidade jurídica e a limitação da responsabilidade no ordenamento jurídico brasileiro.

Aqui, cumpre fazer um breve comentário acerca do processo de produção da presente monografia, em que quando os trabalhos de pesquisa e compilação de bibliografia estavam em

fases iniciais, a expectativa era que a crítica em face do inciso I, do art. 1.368-D, (BRASIL, 2019) formulado pelos autores mencionados no parágrafo anterior haveria de ser confirmada ao final, tanto que a redação, encadeamento de ideias e afirmações que foram organizadas no projeto de pesquisa indicam claramente que a pretensão de origem seria reforçar a crítica sob a hipótese de limitação de responsabilidade mesmo com a manutenção do fundo despersonalizado.

Contudo, na medida em que o estudo foi sendo aprofundado e o leque de referências se ampliou, a expectativa original foi se dissipando até o ponto atual, em que concorda-se neste trabalho com a tese segundo a qual reputa-se legítima a escolha feita pelo legislador na Lei nº 13.874/19 (BRASIL, 2019) em relação aos fundos de investimento.

Isso porque, e agora retomando o raciocínio anterior, afere-se que *personalidade jurídica e limitação de responsabilidade são conceitos distintos, não havendo obrigatória associação entre eles*. Noutras palavras, *independentemente de ser empregada a personalidade jurídica, basta que determinado conjunto de bens seja destacado (...) do restante do patrimônio de determinado sujeito, com determinada finalidade, para que sobre este conjunto de bens possa incidir a limitação de responsabilidade. Não obstante, há casos em que a lei autoriza a formação de patrimônio separado por razões diversas, como sucede com o trust, na common law, e no Brasil com as várias espécies de patrimônios especiais, como o patrimônio de afetação das incorporações imobiliárias, instituído pela Lei nº 10. 931/2004 (BRASIL, 2004).* (PARENTONI, 2014. Págs. 34-35).

Nessa esteira, o raciocínio desenvolvido por Leonardo Netto Parentoni acerca da limitação de responsabilidade *versus* personalidade jurídica (PARENTONI, 2014. p. 36) presta relevante contribuição à presente reflexão acerca do inciso I, do 1.368-D, I (BRASIL, 2019), haja vista o esclarecimento quanto a ser possível que *parcelas de um patrimônio sejam destacadas – voluntariamente ou por força de lei – para que sejam tratadas como centro autônomo de imputação de direitos e deveres, respondendo exclusivamente pelas obrigações contraídas em decorrência da razão que as levou a serem destacadas*.

Parentoni ainda explica que se uma parcela de patrimônio foi *destacada por força de lei*, quer dizer que a razão pela qual o patrimônio foi separado é *fixado pela norma jurídica*. Lado outro, se a separação *decorre de ato voluntário*, a prerrogativa da limitação de responsabilidade é consequência do fato de um sujeito ter aceitado restringir o seu poder de dispor sobre parcela de seu patrimônio, cuja titularidade será exercida com limitações.

Nesse contexto, arrisca-se a afirmar as que suas explicações confirmam a possibilidade da atribuição da limitação da responsabilidade a um patrimônio autônomo e despersonalizado e, muito se assemelham com as bases argumentativas da tese defendida por Herbert Morgenstern Kugler, segundo a qual, pode-se interpretar que o fundo de investimento constituído sob a forma de um condomínio especial se constitui como um “sujeito de direitos e deveres” (KUGLER, 2022. p. 76; SANTOS; NEVES, 2020).

Com efeito, entende-se haver grande coincidência entre o emprego dos conceitos de *universalidade de direitos* e o *patrimônio destacado por força de lei*.

Desse modo, atribuindo-se aos fundos de investimento como condomínios especiais a concepção de universalidade de direito, pode-se admiti-los como *destacamento de um patrimônio por força de lei* (imposição para que recursos arregimentados no fundo sejam aplicados em ativos autorizados pela legislação).

Assim, parece que o legislador endereçou o fundo de investimento como categoria jurídica em que se admite a possibilidade da constituição de patrimônio como centro autônomo de imputação de direitos e deveres, ao qual é possível ser atribuída a limitação de responsabilidade mesmo sem personalidade jurídica.

Portanto, o fato de não ter sido conferida personalidade jurídica aos fundos de investimento, não deslegitima a previsão do inciso I, do art. 1.368-D, do Código Civil (BRASIL, 2002) que atribuiu a limitação de responsabilidade ao fundo de investimento constituído sob a forma de condomínio especial, uma vez que, é possível interpretá-los como um patrimônio destacado do patrimônio dos cotistas, que passa a funcionar como centro autônomo de imputação de direitos e deveres e, responde pelas obrigações contraídas em decorrência da razão da sua constituição, ou seja, o investimento em ativos financeiros.

Sendo assim, tomando esse raciocínio para fundamentar a limitação de responsabilidade nos moldes em que foi prevista no inciso I, do art. 1.368-D, do Código Civil (BRASIL, 2002), não há necessariamente incoerência ou inadequação da introdução de tal dispositivo ao ordenamento jurídico. Mesmo que em matéria societária a personalidade jurídica e a limitação de responsabilidade estejam tratadas com proximidade, ressalta-se que a personalização de um sujeito de direito também não confere necessariamente a limitação de responsabilidade desse. Ou seja, existe independência suficiente entre ambos os institutos, de tal maneira que a personalidade jurídica não precisaria ter sido empregada aos fundos.

Finalmente, o fato de o legislador ter decidido pela manutenção da definição do fundo de investimento como um condomínio e, portanto, despido de personalidade jurídica, está

intimamente relacionado a intenção de não promover alterações que poderiam ensejar um contexto diverso daquele demandado pelo mercado dos fundos de investimento no que tange à manutenção do regime tributário.

Não há dúvidas de que as alterações promovidas pela Lei nº 14.784/19 (BRASIL, 2019) foram permeadas pela intenção do legislador à época em atender a demanda de diversos setores da economia brasileira por disposições legais que favorecessem a livre iniciativa e o livre exercício de atividade econômica⁵⁹. Nesse sentido, conforme amplamente abordado nas obras dedicadas ao tema, sabe-se que era demandado pelo mercado de fundos de investimento que os riscos envolvidos pudessem ser mitigados por meio da instituição da limitação de responsabilidade, ao mesmo tempo em que fosse mantido o regime tributário dos condomínios, que resguardava os fundos da ocorrência de bitributação.

Com efeito, foi pretendendo sopesar ambas as questões que o legislador evitou singularizar os fundos, mantendo-os sob o mesmo regime tributário dos condomínios e, diminuindo a imprevisibilidade de futuros desdobramentos quanto a esse ponto. Depositar esperanças de que seria possível instituir os fundos como pessoa jurídica personalizada e imediatamente conferir-lhes um regime tributário espelhado aos dos condomínios não é razoável e, as propostas nesse sentido carregam uma espécie de voluntarismo, em que se defende a ideia, sem, no entanto, demonstrar concretamente a sua viabilidade prática.

Portanto, parece salutar que o legislador tenha preferido apenas prever um novo regime jurídico para as demais questões com a previsão de um “condomínio de natureza especial”, no qual a limitação de responsabilidade passou a poder ser instituída sem contradizer o regime dos demais condomínios previstos no Código Civil (BRASIL, 2002) e, evitando-se induzir o surgimento de consequências incertas, caso fosse dado cabo à personalização.

⁵⁹ “Art. 1º Fica instituída a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, que estabelece normas de proteção à livre iniciativa e ao livre exercício de atividade econômica e disposições sobre a atuação do Estado como agente normativo e regulador, nos termos do inciso IV do caput do art. 1º, do parágrafo único do art. 170 e do caput do art. 174 da Constituição Federal”. (BRASIL, 2019).

5. CONCLUSÃO

Como se viu, de tudo que se analisou, pode-se afirmar que estão congruentes com o ordenamento jurídico brasileiro, as alterações introduzidas pela Lei de Liberdade Econômica – Lei nº 13.874/19 (BRASIL, 2019) no Código Civil (BRASIL, 2002), ao atribuir a natureza de condomínio especial para os fundos de investimentos e ao admitir a possibilidade de limitação da responsabilidade dos cotistas por dívidas dos fundos, sem a eles atribuir personalidade jurídica.

Tal conclusão foi elaborada com base em raciocínio que refutou a hipótese segundo a qual a presença de previsão de limitação da responsabilidade necessariamente dependeria da estipulação de personalidade jurídica do fundo de investimento.

Todavia, antes de debater essas ideias, analisou-se a crítica que arguia a ausência de definição pela lei quanto às implicações do emprego do termo “especial” para qualificar o condomínio reservado aos fundos.

Apurou-se que o termo "especial", para qualificar o tipo de condomínio em que em se enquadram os fundos de investimentos foi adotado justamente para distingui-los do condomínio geral e para atribuir competência à CVM para disciplinar as suas características definidoras (§2º do art. 1.368-C, do Código Civil, BRASIL, 2019).

Assim, ao invés de assumir a árdua tarefa de introduzir na lei todas as questões sensíveis para a definição e regulação dos fundos, o legislador preferiu permitir que essas nuances sejam detalhadas pela CVM, dotada de competência normativa menos burocrática do que as esferas do Poder Legislativo. Tanto é que ela editou recentemente a Resolução CVM nº 175/2023 (BRASIL, 2019a), a norma geral dos fundos de investimentos, e ela já foi alterada pela Resolução nº 184/2023 (BRASIL, 2019b).

A abordagem do legislador nesse ponto, resolveu a problemática de incompatibilidade dos fundos com o regime jurídico dos demais condomínios, como também proporcionou fosse a questão tratada pela CVM, dotada de agilidade para editar normas conforme as demandas da realidade.

Observou-se que a crítica quanto à manutenção da natureza jurídica condominial dos fundos de investimentos em decorrência de eventuais implicações negativas pode ser admitida como superada, justamente porque o §1º, do art. 1.368-C, do Código Civil (BRASIL, 2020) afastou a aplicabilidade dos dispositivos dos condomínios voluntários do Código Civil ao condomínio de natureza especial e, evitou que o regime jurídico daqueles pudesse ser aplicado

aos fundos de investimento. Assim, o desafio deixou de ser a busca pela natureza jurídica do fundo de investimento e passou a ser a interpretação do regime jurídico a ele aplicável.

No que diz respeito à limitação da responsabilidade dos cotistas pelas dívidas dos fundos de investimentos, apurou-se que as críticas formuladas se baseavam em uma suposta interdependência existente no ordenamento jurídico brasileiro entre personalidade jurídica e limitação de responsabilidade.

Mas essa relação de causa e efeito foi afastada pelo raciocínio segundo o qual admite-se que o fundo de investimento se constitui como a uma universalidade de direitos, dotado, portanto, de patrimônio destacado do patrimônio dos cotistas, que passa a funcionar como centro autônomo de imputação de direitos e deveres e, responde pelos deveres contraídos em decorrência do exercício de sua finalidade, qual seja, o investimento em ativos financeiros.

Assim, é sob a universalidade que se volta a comunhão do condomínio especial, em que os cotistas são titulares da fração ideal que suas cotas representam do todo.

Nesse sentido, mesmo que em matéria societária a personalidade jurídica e a limitação de responsabilidade estejam intimamente ligadas, ainda assim, verificou-se por meio de uma ótica mais ampliada do ordenamento jurídico brasileiro que existe autonomia suficiente entre ambos os institutos, de tal maneira que não há necessariamente incoerência ou inadequação quanto à limitação de responsabilidade prevista nos moldes do inciso I, do art. 1.368-D (BRASIL, 2019).

Ora, as alterações promovidas pela Lei da Liberdade Econômica tinham como norte a promoção da livre iniciativa e o exercício de atividade econômica, e no que diz respeito aos fundos de investimento, identificou-se a preocupação do legislador em encontrar um equilíbrio entre a mitigação de riscos aos cotistas e investidores, conjuntamente à manutenção dos fundos sob o regime tributário dos condomínios, evitando-se a bitributação.

Com esses resultados, admite-se como legítima e coerente a abordagem adotada pelo legislador brasileiro, ao atribuir ao fundo de investimento a natureza de “condomínio de natureza especial” e ao permitir que seja instituída em sua regulação a limitação de responsabilidade dos cotistas por dívidas do fundo, pois entende-se que essa estratégia confere maior segurança jurídica aos cotistas dos fundos de investimento e evitou que fossem desencadeados desdobramentos que pudessem ensejar a bitributação ou outras consequências de ordem tributária indesejadas pelo mercado de fundos de investimento.

REFERÊNCIAS

- ACCIOLY, João C. de Andrade; FRANCO, Julia Damazio. Comentários ao art. 7º. Fundos de investimento na Lei de Liberdade Econômica: algumas considerações. In. CRUZ, André Santa; DOMINGUES, Juliana Oliveira; GABAN, Eduardo Molan. *Lei da Liberdade Econômica – Lei 13.874/19 comentada Artigo por Artigo*. Salvador: Editora Juspodvm, 2020.
- BARBIN, André Costa. *A natureza jurídica dos fundos de investimento sob a nova lei da liberdade econômica*. 2020. 27 f. Monografia - São Paulo: Universidade Presbiteriana Mackenzie. Disponível em: <<https://adelphaapi.mackenzie.br/server/api/core/bitstreams/12eec7fb-2dbb-4dad-bc10-b19e174454a7/content>>. Acesso em 4 dez. 2023.
- BERNARDO, Daniel Walter Maeda; SANTOS, Alexandre Pinheiro. Notas sobre os fundos de investimento à luz da Lei de Liberdade Econômica. In: HANSMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. *Atualidades em direito societário e mercado de capitais: fundos de investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.
- BITELLI, João Pedro Monteiro. *Efetividade da proteção dos cotistas de fundos de investimentos: a complexidade dos fundos e o seu vínculo em face de prestadores de serviços no mercado de valores mobiliários brasileiro*. 2022. 92 f. Monografia - São Paulo: Universidade Católica de São Paulo. Disponível em: <https://repositorio.pucsp.br/bitstream/handle/31985/1/Jo%C3%A3o%20Pedro%20Monteiro%20Bitelli_JOAO%20PEDRO%20MONTEIRO.pdf>. Acesso em 4 dez. 2023.
- BRASIL. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm>. Acesso em 08 nov. 2023.
- BRASIL. Lei n. 13.874, de 20 de setembro de 2019. *Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei n. 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei n. 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada n. 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei n. 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei n. 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências*. Diário Oficial da União, Brasília, 20 set. 2019. Disponível em:

<https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13874.htm>. Acesso em 10 out. 2023.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM n. 578, de 30 de agosto de 2016, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM n. 589/17, 604/18, 609/19 E 615/1. *Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento 162 em Participações*. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 31 ago. 2016. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>>. Acesso em 10 set. 2023

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão De Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 579, de 30 de agosto de 2016. *Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos Fundos de Investimento em participações*. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 31 ago. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst579.html>>. Acesso em 08 nov. 2023.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa n. 555 de 17 de dezembro de 2014. *Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento*. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 18 dez. 2014. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>. Acesso em: 10 ago. 2023.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM n. 184 de 31 de maio de 2023. Altera a Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022. Diário Oficial da União, Brasília, 01 jun. 2023. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol184.html>>. Acesso em 20 out. 2023.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM n. 175 de 23 de dezembro de 2022. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que especifica. Diário Oficial União, Brasília, DF, 24 dez. 2023a. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>>. Acesso em: 21 out. 2023.

BRASIL. Presidência da República. Casa Civil. Decreto-Lei nº 9.603, de 16 de agosto de 1946. Dispõe sobre as sociedades de crédito, financiamento ou investimento, dá outras providências. Diário Oficial da União, Rio de Janeiro, 16 de agosto de 1946. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1937-1946/Del9603.htm#:~:text=DECRE

TO%2DLEI%20N%C2%BA%209.603%2C%20DE,ou%20investimento%2C%20d%C3%A1%20outras%20provid%C3%AAs>. Acesso em 21 out. 2023.

BRASIL. Ministério da Economia. Portaria nº 309, de 30 de novembro de 1959. Regula a constituição, o funcionamento e as atribuições das sociedades de crédito, financiamento e das de investimento e institui regime de fiscalização. Diário Oficial da União, Brasília, DF. 30 de novembro de 1959. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/acordos_e_convenios/Portaria_MF_309-1959.pdf>. Acesso em 21 out. 2023.

CARVALHO, Cesar Augusto Rodrigues de. *A natureza jurídica dos fundos de investimento em participações*. 2019. 186 f. Dissertação (Mestrado em Direito). São Paulo - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Disponível em: < <https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/22812/2/Cesar%20Augusto%20Rodrigues%20de%20Carvalho.pdf>>. Acesso em 5 dez. 2023.

CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CRUZ, Vinicius dos Santos Neres da. *Limitação de Responsabilidade Patrimonial em Fundos de Investimento de Private Equity e Venture Capital*. 2016. 64 f. Monografia. Santa Catarina - Universidade Federal de Santa Catarina. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/172861/Limita%c3%a7%c3%a3o%20de%20Responsabilidade%20Patrimonial%20nos%20Fundos%20de%20Investimento%20de%20Private%20Equity%20e%20Venture%20Capital%20%20VIN%8dCIUS%20DOS%20SANTOS%20NERES%20DA%20CRUZ.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em 5 dez. 2023.

DIAS, Luciana; ANDRADE, Rafael. Fundos de investimento em participações: o regime jurídico dos fundos exclusivos e reservados na regulamentação da CVM. In: HANSMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. *Atualidades em direito societário e mercado de capitais: fundos de investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Vale. Lei Nº 13.874/2019. (Coords.) *Fundos de Investimento – Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

GAGGINI, Fernando Schwarz (Coord.). A trajetória dos fundos de investimento no Brasil e a respectiva evolução regulamentar. In: HANSMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. *Atualidades*

em direito societário e mercado de capitais: fundos de investimento. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

JORGE, Giulia do Rosário Constantino. *A regulamentação dos fundos de investimento sob a luz da lei 13.874 de 2019*. 2021. 92 f. Monografia. Curitiba - Centro Universitário Curitiba. Disponível em: <<https://repositorio.animaeducacao.com.br/items/8a7fe7aa-fdf4-44f7-85b9-f2fb8b05452d>>. Acesso em: 5 dez. 2023.

KOWARSKI, Clarissa Maria Beatriz Brandão de Carvalho; NUNES, Bárbara Nogueira; TIBÚRCIO, Dalton Robert. *A Ausência de personalidade Jurídica dos Fundos de Investimento em Participações e o Conceito Legal de Acionista Controlador*. In. Revista Jurídica Luso-Brasileira, ano 4. 2018. Nº 4. Portugal: Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa. 2018

MARQUES, Clara Souza. *Responsabilização dos prestadores de serviços de administração e gestão de Fundos de Investimento em Participações no âmbito das companhias investidas*. 2017. 52 f. Monografia. São Paulo - Insper. Disponível em: <https://repositorio.insper.edu.br/bitstream/11224/1666/4/CLARA%20SOUZA%20MARQUES_Trabalho.pdf>. Acesso em: 5 dez. 2023.

MARTINS NETO, Carlos. *A responsabilidade do cotista de Fundos de Investimento em participações*. São Paulo: Almedina, 2017.

MARTINS NETO, Carlos. Natureza jurídica dos fundos de investimento e responsabilidade de seus cotistas à luz da Lei de Liberdade Econômica: ficou e como poderia ter ficado. In: HANSMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. *Atualidades em direito societário e mercado de capitais: fundos de investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

MATTOS, Thiago Pierre Linhares. *O uso de fundos de investimento (FIP) na alienação de participações societárias: repercussões fiscais*. 2020. 60 f. Dissertação (Mestrado). São Paulo - Fundação Getúlio Vargas. Disponível em: <<https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/d03c9388-fc1e-40bd-9aae-596af098622d/content>>. Acesso em: 5 dez. 2023.

MENEZES, Maurício Moreira Mendonça de; DI BIASE, Nicholas Furlan; SOUZA, Paula Morais Borges de. A obrigação de aportes extraordinários de recursos pelo cotista de fundo de investimento. In: HANSMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. *Atualidades em direito societário e mercado de capitais: fundos de investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

OLIVIA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Notas sobre o regime jurídico dos fundos de investimento. In: HANSMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. *Atualidades em direito societário e mercado de capitais: fundos de investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

PARETONI, Leonardo Netto. *Desconsideração Contemporânea da Personalidade Jurídica – Dogmática e análise científica da jurisprudência brasileira (Jurimetria/Empirical Legal Studies)*. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

RIBEIRO, Leonardo Fernandes da Matta. *A natureza condominial do fundo de investimento em participações – FIP e a possibilidade de extinção do condomínio por exercício do direito potestativo do quotista*. 2016. 132 f. Dissertação (Mestrado em Direito) São Paulo - Fundação Getúlio Vargas. Disponível em: <<https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstream/851e12b0-b3c2-4ced-9540-4dcbfb59e26b/content>>. Acesso em 5 dez. 2023.

SANTOS, Estela Sucasas dos. *Efeitos das dimensões subjetiva e objetiva do Fundo de Investimento sobre a titularidade de seu patrimônio*. In: LIMA, Renata Albuquerque; KNOERR, Viviane Coêlho de Séllos. 2020. 26 f. Florianópolis - CONPEDI, 2020. Disponível em: <http://site.conpedi.org.br/publicacoes/nl6180k3/8k9g6g16/f37zfH843X49sGbB.pdf> Acesso em: 5 dez. 2023.

SANTOS, Estela Sucasas dos; NEVES, Rubia Carneiro. *Fundos de investimento em participações e o aporte de recursos em sociedades limitadas*. 2018. 23 f. Porto Alegre - XXVII Congresso Nacional do CONPEDI. Disponível em: <<http://site.conpedi.org.br/publicacoes/34q12098/0948av5i/2bJzJv6r1xAJtyfl.pdf>>. Acesso em: 5 dez. 2023.

SANTOS, Estela Sucasas. *Fundo de investimento em participações – FIP como instrumento de estímulo à inovação*. 2019. 174 f. Dissertação (Mestrado). Belo Horizonte - Universidade Federal de Minas Gerais Disponível em: <https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/DIRSBEEKKCL/1/santos__estela_sucasas__dissertacao.pdf>. Acesso em 5 dez. 2023.

SATIRO, Francisco. *A constrição judicial sobre ativos de fundos de investimento em participações in teixeira, Tarcísio (org) Direito Empresarial - estudos em homenagem ao professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa*. IASP, São Paulo, 2015.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de; PINTO, Vitor mendes Costa. *A limitação da responsabilidade dos cotistas nos fundos de investimento em participações: novos caminhos*. In: HANSMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. *Atualidades em direito societário e mercado de capitais: fundos de investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021.

VIO, Daniel de Avila. *Fundos de Investimento – Comentário Geral*. In: FILHO, Alexandre Jorge Carneiro da cunha; PICCELLI, Roberto Ricomini; MACIEL, Renata Mota. *Lei da Liberdade Econômica Anotada, Vol. 2*. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

XAVIER, Luciana Pedroso; SANTOS-PINTO, Rafael dos. *Os fundos de investimento e a “lei da liberdade econômica” – novos problemas para um antigo e controverso instituto?*. 2020. 31 f. Paraná - Revista Jurídica da Escola Superior de Advocacia da OAB-PR. Ano 5. Número 1. Disponível em: < <https://revistajuridica.esa.oabpr.org.br/wp-content/uploads/2020/04/revista-esa-11-cap-08.pdf>>. Acesso em 5 dez. 2023

XAVIER, Luciana Pedroso; SANTOS-PINTO, Rafael. Art. 7º: Fundos de investimento. Art. 1368, C, D, E. In. NETO, Floriano Peixoto Marques; RODRIGUES JR, Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier. *Comentários à Lei de Liberdade Econômica Lei 13.874/19*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.