

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE DIREITO**

ESTELA SUCASAS DOS SANTOS

**FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES – FIP COMO INSTRUMENTO DE
ESTÍMULO À INOVAÇÃO**

BELO HORIZONTE

2019

ESTELA SUCASAS DOS SANTOS

**FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES – FIP COMO INSTRUMENTO DE
ESTÍMULO À INOVAÇÃO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito. Área de concentração: “Direito e Justiça”. Linha de pesquisa: “Poder, cidadania e desenvolvimento no Estado Democrático de Direito”. Área de estudo “Empresa no Mercado”. Orientadora: Profa. Dra. Rubia Carneiro Neves.

BELO HORIZONTE

2019

S237f Santos, Estela Sucasas dos
Fundo de investimento em participações – FIP como instrumento
de estímulo à inovação / Estela Sucasas dos Santos. – 2019.

Orientadora: Rúbia Carneiro Neves.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Minas Gerais,
Faculdade de Direito.

1. Direito empresarial – Teses 2. Inovações tecnológicas – Teses
3. Fundos de investimento – Brasil – Teses 4. Investidores (Finanças)
I. Título

CDU(1976) 347.7:338.93

Estela Sucasas dos Santos

**FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES – FIP COMO INSTRUMENTO DE
ESTÍMULO À INOVAÇÃO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação
da Faculdade de Direito da Universidade Federal de
Minas Gerais como requisito parcial para a obtenção do
título de Mestre em Direito.

BANCA EXAMINADORA

Professora Doutora Rubia Carneiro Neves – Orientadora

Professor Doutor Davi Monteiro Diniz

Professor Doutor Marcelo de Oliveira Milagres

Belo Horizonte, ____ de _____ de 2019.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por me guardar e guiar.

À professora Rubia, por suas valiosas orientações. Sua dedicação, seriedade e comprometimento são inspiração para a minha caminhada acadêmica e profissional. Obrigada pela amizade, pelo carinho e por confiar em minha capacidade.

À minha família, especialmente à minha mãe, Esther, pela preocupação e apoio constantes.

Ao meu esposo, Hugo, pela paciência, companheirismo e preciosa ajuda com formatações, busca de livros, elaboração de figuras e tabelas.

À UFMG pela oportunidade de aprendizado e crescimento.

Aos amigos da “Turminha especial”, pela torcida e momentos de descontração.

RESUMO

A partir de exegese normativa, levantamento bibliográfico e dados coletados no site da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, os Fundos de Investimento em Participações – FIPs foram investigados como potenciais instrumentos de estímulo à inovação em sociedades empresárias, atendendo-se aos ditames constitucionais e da Lei n. 10.973/2004. Para tanto, partiu-se de análise sobre a constituição e a natureza jurídica dos fundos. Concluiu-se que os fundos contêm aspecto objetivo, relativo ao patrimônio destacado formado pela contribuição dos quotistas investidores, e outro subjetivo, pois são sujeitos de direitos e deveres, apesar de não dotados de personalidade jurídica. Entre quotistas, e entre eles e o fundo identificou-se que há vínculos de natureza legal, com reflexos sobre o funcionamento do fundo e a responsabilidade civil dos quotistas. Verificou-se que duas, dentre as cinco categorias de FIPs, podem investir em sociedades limitadas, o que pode ser relevante para *Startups* assim constituídas. Há, ainda, categoria destinada a aportar recursos em sociedades empresárias inovadoras, qual seja, a “Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação – FIP PD&I”. Foram analisadas três modulações jurídicas para os FIPs investirem em sociedades empresárias, isto é, a aquisição de participação societária, o investimento na condição de investidor anjo e a aquisição de valores mobiliários ofertados via plataforma eletrônica de crowdfunding. Como benefício conferido aos quotistas, relativo à incidência de Imposto de Renda – IR, identificou-se que não há, diferentemente de outros tipos de fundos, adiantamento semestral do referido imposto, o “come quotas”. Dessa forma, o IR incide somente quando do resgate, amortização ou alienação de quotas, à alíquota de 15%, garantindo-se que os recursos permaneçam no fundo para reinvestimentos. Outra vantagem, nos FIPs PD&I, decorre da não incidência do IR sobre ganhos auferidos no resgate, amortização ou alienação de quotas, quando por investidores pessoas físicas. Quanto a ações de fomento, viu-se que os FIPs podem ter como investidores bancos de desenvolvimento, agências de fomento e outros sujeitos cujo orçamento é notadamente formado por recursos de origem pública.

Palavras-chave: Fundo de Investimento em Participações. Inovação. Sujeito de direitos e deveres. Responsabilidade Civil. Imposto de Renda. Fomento. *Startup*. *Crowdfunding* de investimento. Investidor Anjo. Participação societária.

ABSTRACT

Based on normative exegesis, bibliographic review and data collected from the website of the Brazilian Security and Exchange Commission (CVM), the Private Equity Funds – FIPs were investigated as potential instruments to stimulate innovation in companies, in compliance with the constitutional provisions and Law no. 10,973/2004. For this purpose, an analysis of the constitution and legal nature of the funds was made. It was concluded that the funds contain an objective aspect, related to the equity formed by the contribution of the investors, and another subjective, since they are subjects of rights and duties, although they are not juridical persons. Among the investors, and between them and the fund, it has been identified that there are legal links, reflecting the functioning of the fund and the civil liability of the investors. It has been found that two of the five categories of FIPs can invest in limited partnerships, which may be relevant to Startups in this situation. There is also a category intended to provide resources in innovative companies, which is the "Intensive Economic Production in Research, Development and Innovation - FIP PD&I". Three legal modulations were analyzed for the FIPs to invest in corporate companies, namely, the acquisition of equity interest, the investment as an angel investor and the acquisition of securities offered through the crowdfunding electronic platform. As a benefit granted to the investors, regarding the incidence of Income Tax - IR, it was identified that, unlike other types of funds, there is not half-year advance of said tax, the "quota eater". Thus, the IR is only charged when the redemption, amortization or sale of quotas is made, at the rate of 15%, ensuring that the resources remain in the fund for reinvestment. Another advantage in PD&I FIPs is the non-impact of the IR on profits on the redemption, amortization or sale of quotas, by natural person investors. As for development actions, it has been seen that FIPs may have as investors development banks, development agencies and other individuals whose budget is notably made up of resources of public origin.

Key words: Private Equity Fund. Innovation. Subject of rights and duties. Civil responsibility. Income tax. Development. Startup. Investment Crowdfunding. Angel Investor. Equity.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
2 FUNDOS DE INVESTIMENTO	16
2.1 Fundos de investimento: definição	16
2.2 Origens dos fundos de investimento no Brasil.....	19
2.3 Notícia do Direito estrangeiro	24
2.4 Natureza jurídica dos fundos de investimento	32
2.4.1 Dificuldades em se aplicar o regime dos condomínios aos fundos de investimento	36
2.4.2 Teorias sobre a natureza jurídica dos fundos	44
2.4.3 Patrimônio especial ou de afetação.....	49
2.4.4 As dimensões objetiva e subjetiva dos fundos.....	52
2.4.5 Regime jurídico de Direito Empresarial e regulação.....	54
2.5 Fundos de investimento: aspectos gerais de constituição e funcionamento.....	56
2.6 Fundos restritos.....	60
2.7 Classificação dos fundos de investimento	64
2.7.1 Fundos de investimento destinados à aquisição de quotas de fundos de investimento	67
2.7.2 Fundos de investimento estruturados	69
3 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	71
3.1 Definição, registro e enquadramento	71
3.2 Quotas de FIP como valores mobiliários.....	77
3.3 Assembleia Geral de Quotistas.....	81
3.4 Administração e gestão do FIP	83
3.5 Responsabilidade civil de administradoras, gestoras e quotistas de FIP.	87
3.6 Influência do FIP nas sociedades empresárias investidas.....	97
3.7 Divulgação de informações.....	100
3.8 Classificação dos Fundos de Investimento em Participações	102
3.8.1 FIP Capital Semente	104
3.8.2 FIP Empresas Emergentes	106
3.8.3 FIP Infraestrutura e FIP – Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação	108
3.8.4 FIP Multiestratégia	112
4 A UTILIZAÇÃO DO FIP COMO INSTRUMENTO DE ESTÍMULO À INOVAÇÃO.....	114
4.1 O arcabouço normativo e a cadeia produtiva da inovação	114

4.2 Sujeitos envolvidos e ambientes de inovação	117
4.3 Princípios e instrumentos de estímulo à inovação nas sociedades empresárias	125
4.4 Modulações jurídicas para o aporte de recursos pelo FIP em sociedades empresárias inovadoras	127
4.4.1 Investimento pela aquisição de participação societária.....	132
4.4.2 Investimento pela aquisição de valor mobiliário via plataforma eletrônica.....	135
4.4.3 Investimento pela celebração de contrato de participação típico de investidor-anjo	139
4.5 Benefícios fiscais relacionados ao IR conferidos aos FIPs.....	143
4.6 Benefícios relacionados a fomento	146
4.6.1 Exemplos de FIPs beneficiados pela atuação de agências de fomento e da FINEP	148
4.6.2 Exemplos de FIPs beneficiados pela atuação de bancos de desenvolvimento e do BNDES	150
5 CONCLUSÃO	159
REFERÊNCIAS.....	163
LEGISLAÇÃO	169

FIGURAS

Figura 1 - Propagandas do fundo Crescinco	20
Figura 2 - Apoio da FINEP às Startups	124
Figura 3 - Seed4Science FIP e FUNDEP	151

TABELAS

Tabela 1 - FIPs com patrimônio líquido negativo	95
Tabela 2 - Quantidade de FIPs registrados na CVM conforme categorias	103
Tabela 3 - FIPs cuja denominação contém a expressão "inovação"	104

1 INTRODUÇÃO

Com as alterações promovidas pela Emenda Constitucional n. 85 de 26 de fevereiro de 2015 na Constituição da República Federativa do Brasil, o Estado brasileiro pretendeu fortalecer o estímulo à inovação no âmbito das atividades empresariais e as interações voltadas para esse fim entre o setor público e o privado. Visando atender ao comando constitucional, a Lei n. 13.243/2016 promoveu alterações nos dispositivos da Lei n. 10.973/2004, chamada Lei de Inovação, que estabelece medidas de incentivo à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo, com vistas à capacitação e ao alcance da autonomia tecnológica nacional frente ao mercado internacional, bem como ao desenvolvimento produtivo no país.

A partir desse contexto, a Lei de Inovação, regulamentada pelo Decreto n. 9.283/2018, para efeitos de implementação das medidas que prevê, traz conceitos importantes, dentre eles o conceito de inovação, além de princípios que devem ser observados, como o da competitividade nos mercados nacional e internacional e o da atratividade dos instrumentos de fomento e de crédito, bem como sua permanente atualização e aperfeiçoamento. Dedicando capítulo específico ao estímulo à inovação nas empresas, tanto a Lei de Inovação quanto o seu Regulamento admitem que os entes da federação, as Instituições Científicas, Tecnológicas e de Inovação (ICTs) e as agências de fomento promovam e incentivem a pesquisa e o desenvolvimento de produtos, serviços e processos inovadores, mediante, por exemplo, a concessão de recursos financeiros e de infraestrutura aos sujeitos que se dedicam à atividade empresarial, dentre eles às sociedades empresárias. Admitem, inclusive, a instituição de fundos mútuos de investimento em empresas inovadoras com a participação de entes públicos para fins de mobilização de recursos financeiros via mercado de valores mobiliários.

Nesse ponto, a pesquisa que originou este trabalho teve como foco investigar a utilização de fundos de investimento como instrumento de estímulo à inovação nas sociedades empresárias, com recorte para os fundos de investimento em participações (FIPs). Tal recorte tem como justificativa o fato de que a própria Lei de Inovação previu, desde a sua redação original, a regulação de fundos voltados a sociedades inovadoras pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que, em cumprimento a tal previsão, regulou por meio da Instrução n. 209/1994, os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras. Essa Instrução foi, entretanto, substituída pela vigente Instrução n. 578/2016, que regula os Fundos de Investimento em

Participações - FIP, razão pela qual passaram a configurar o principal tipo de fundo para investimentos em sociedades empresárias inovadoras¹. Classificam-se em cinco categorias: FIP Capital Semente, FIP Empresas Emergentes, FIP Infraestrutura, FIP Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação e FIP Multiestratégia.

Como ponto de partida para a compreensão dos FIPs e de sua utilização, o presente trabalho analisou a definição normativa de “fundo de investimento”. Para tanto, fez-se necessário o estudo da legislação aplicável, a exemplo da Lei n. 8.668/1993, que dispõe sobre fundos de investimento imobiliários, e da regulação delimitada por meio das Instruções editadas pela CVM, como a Instrução n. 555/2014, que dispõe sobre a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos. Com respaldo na Lei n. 6.385/1976, que atribuiu à CVM a competência para regular o mercado de valores mobiliários, o que inclui poderes de caráter normativo, fiscalizatório e sancionador, verificou-se a necessidade de se investigar a existência de um regime jurídico próprio de Direito Empresarial aplicável às quotas de fundos de investimento por serem expressamente consideradas valores mobiliários.

Os FIPs se destacam, dentre outros aspectos, por participarem de processos decisórios nas sociedades empresárias por eles investidas, com efetiva influência na definição de políticas estratégicas e de gestão. De acordo com cada categoria, precisam seguir regras especiais relativas, por exemplo, ao enquadramento de suas carteiras de valores mobiliários, realização de empréstimos e cumprimento de critérios de governança corporativa pelas sociedades empresárias investidas. Dentre as modulações jurídicas possíveis para os investimentos dos FIPs em sociedades empresárias, investigou-se o investimento em participação societária, os investimentos realizados via plataforma eletrônica e a celebração de contrato de participação típico de investidor anjo.

¹BRASIL. Lei n. 10.973/2004. Art. 23, parágrafo único. *A Comissão de Valores Mobiliários editará normas complementares sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos, no prazo de 90 (noventa) dias da data de publicação desta Lei.* Considerando que a Lei foi publicada em 03/12/2004, em 22/02/2005, a CVM editou a Instrução CVM n. 415/2005 que acrescentou à Instrução CVM n. 209/1994, que regulava os chamados Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, os artigos 43-A e 43-B. O artigo 43-A assim dispunha: “Art. 43-A. *A constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento de que trata o art. 23 da Lei nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004, reger-se-ão pelo disposto nesta Instrução. §1º Os fundos de investimento de que trata o caput conterão, em sua denominação, a expressão “Fundo de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras”, e serão destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes inovadoras. §2º Para efeito do disposto no §1º, consideram-se empresas emergentes inovadoras as empresas, constituídas sob a forma de sociedade anônima, cuja atividade principal seja voltada para a introdução de novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo ou social que resulte em novos produtos, processos ou serviços, nos termos do inciso IV do art. 2º da Lei no 10.973, de 2004”.* A Instrução CVM n. 209/1994 foi revogada pela Instrução CVM n. 578/2016, que dispõe sobre os Fundos de Investimento em Participações – FIP. Os FIPs passaram a configurar o principal tipo de fundo voltado para investimentos em sociedades empresárias inovadoras.

A pesquisa realizada pretendeu responder se existem categorias específicas de FIPs que, por suas características, previstas em lei (*lato sensu*) são especialmente destinadas a operar como instrumentos de estímulo à inovação nas sociedades empresárias. Além disso, procurou-se identificar se há vantagens na utilização de FIPs do ponto de vista de seus investidores e das sociedades empresárias investidas. As vantagens analisadas circunscrevem-se aos benefícios fiscais relativos ao Imposto de Renda para os investidores e à existência de mecanismos de fomento, como o aporte de recursos da União ou dos Estados em FIPs, via bancos públicos ou agências de fomento. Destaca-se, ainda, a investigação acerca da possibilidade de que jovens sociedades empresárias inovadoras, popularmente conhecidas como “Startups”, inclusive aquelas constituídas como sociedades limitadas, figurem como investidas pelos FIPs.

Procurou-se descrever aspectos do relacionamento dos FIPs com a cadeia produtiva da inovação, inclusive pela interação com outros sujeitos, como Instituições Científicas Tecnológicas e de Inovação (ICTs), empresas públicas, bancos de desenvolvimento e agências de fomento.

Justifica-se a relevância das investigações realizadas pelo fato de que visam a esclarecer como os fundos de investimento em participações funcionam, notadamente quando destinados a operarem como instrumentos de estímulo à inovação. Partindo de um recorte metodológico que buscou identificar benefícios fiscais relacionados ao Imposto de Renda e benefícios relacionados a fomento, este trabalho procurou apresentar análise quanto à atratividade da utilização dos FIPs do ponto de vista do alcance da Lei de Inovação e, via de consequência, das normas constitucionais sobre a política de incentivo à inovação.

Este relatório de pesquisa disponibiliza informações organizadas que podem ser acessadas por sociedades empresárias cuja atividade esteja voltada para a inovação. Dessa forma, está disponível à comunidade, de forma geral, uma fonte de conhecimentos sobre importante mecanismo de captação de recursos, inclusive capaz de contribuir para a tomada de decisões por investidores.

A partir da vertente metodológica dogmática, realizou-se exegese de normas legais e infralegais vigentes, além de revisão bibliográfica. Para realizar o levantamento e a coleta de dados, utilizou-se de busca no website da CVM a partir de palavras chave, como fundo de investimento, FIP, patrimônio líquido negativo, cotista de FIP e responsabilidade de cotista, tendo sido levantado inclusive o número de FIPs registrados na CVM e exemplos de FIPs nos quais

bancos de desenvolvimento, agências de fomento e outros entes públicos se tornam investidores quotistas.

Para cumprir seus objetivos, o presente trabalho foi dividido em três partes. Na primeira, foi analisada a definição normativa dos fundos de investimento, sua evolução histórica no Brasil, noticiado o direito estrangeiro e investigada a natureza jurídica dos fundos, bem como o regime jurídico aplicável. Ainda na primeira parte, discutiu-se acerca da existência de um patrimônio destacado consistente na comunhão de recursos que forma o fundo objetivamente, diferenciando-se do seu aspecto subjetivo. Esse aspecto exigiu a análise do fundo sob a perspectiva de sujeito de direitos e deveres, apesar de não ser dotado de personalidade jurídica.

Abordando aspectos gerais de sua constituição e funcionamento foram descritos os passos e documentos necessários ao seu registro. Quanto aos investidores que podem aportar recursos nos fundos, explicitaram-se as características de fundos restritos a investidores qualificados ou a investidores profissionais, além de fundos exclusivos.

O recorte para os fundos de investimento em participações foi feito na segunda parte. Assim, foram analisadas as especificidades quanto à regulação dos FIPs. Destacou-se a definição das quotas enquanto valores mobiliários e foram levantados aspectos do funcionamento dos FIPs, como a realização de Assembleias de Quotistas, a administração e gestão exercidas, bem como a responsabilidade civil de administradoras, gestoras e quotistas do fundo, além da prestação de informações à CVM e ao mercado. Dado que os FIPs participam de processos decisórios nas sociedades empresárias investidas, influenciando na política estratégica e gestão delas, foram descritas regras e peculiaridades relativas a tal influência, além de normas aplicáveis a cada uma das cinco categorias de FIP.

Na última parte, partindo do arcabouço normativo constitucional e do arcabouço legislativo em torno da inovação, explicou-se em que consiste a cadeia produtiva da inovação, apresentadas informações sobre alguns dos sujeitos envolvidos, ambientes promotores de inovação, princípios norteadores à adoção de medidas e utilização de instrumentos de inovação. Pormenorizadas modulações jurídicas que podem ser utilizadas pelos FIPs para o aporte de recursos em sociedades empresárias inovadoras, partiu-se à análise de vantagens relativas ao Imposto de Renda atribuídas aos quotistas de FIPs e à análise de benefícios relacionados a fomento pelo aporte de recursos públicos por bancos públicos, agências de fomento e outros sujeitos envolvidos com a cadeia produtiva da inovação, na qualidade de investidores, quotistas de fundos.

2 FUNDOS DE INVESTIMENTO

2.1 Fundos de investimento: definição

O presente tópico traz a definição normativa de fundo de investimento, não somente a partir da lei em sentido estrito, mas também tendo em vista as instruções editadas pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Conforme está expresso na Instrução CVM n. 555/2014, o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído em condomínio aberto ou fechado e destinado à aplicação em ativos financeiros, títulos e valores mobiliários². Essa previsão acompanha a constante na Lei n. 8.668/1993, que dispõe sobre os Fundos de Investimento Imobiliário (FII), segundo a qual esses fundos, desprovidos de personalidade jurídica, constituídos sob a forma de condomínio fechado, são caracterizados pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, com destino à aplicação em empreendimentos imobiliários³.

A Lei n. 6.385/1976 define competências da CVM, autarquia ligada ao Ministério da Fazenda, responsável por regular, o que inclui poderes normativo, fiscalizatório e sancionador⁴, o

²COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 3º *O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros.* Art. 2º *Para os efeitos desta Instrução, entende-se por: V – ativos financeiros: a) títulos da dívida pública; b) contratos derivativos; c) desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, que não os referidos na alínea “d”; d) títulos ou contratos de investimento coletivo, registrados na CVM e ofertados publicamente, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros; e) certificados ou recibos de depósitos emitidos no exterior com lastro em valores mobiliários de emissão de companhia aberta brasileira; f) o ouro, ativo financeiro, desde que negociado em padrão internacionalmente aceito; g) quaisquer títulos, contratos e modalidades operacionais de obrigação ou coobrigação de instituição financeira; e h) warrants, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, títulos ou certificados representativos desses contratos e quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais desde que expressamente previstos no regulamento; (...).*

³BRASIL. Lei n. 8.668/1993. 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 quotas, com prazo de duração determinado ou indeterminado.*

⁴BRASIL. Lei n. 6.385/1976. Art. 8º *Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I – regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II – administrar os registros instituídos por esta Lei; III – fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; (...).* Art. 9º *A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no §2º do art. 15, poderá: I – examinar e extrair cópias e*

mercado de valores mobiliários e, correlatamente, o Sistema de Distribuição desses valores⁵. De maneira expressa, a Lei define certos títulos e contratos como valores mobiliários exatamente para sujeitá-los, especialmente no que toca à emissão, distribuição pública e negociação no mercado, à sua disciplina, sendo que dentre eles estão as quotas de fundos de investimento⁶.

Ora, ao aportar recursos próprios para o surgimento concreto do fundo de investimento, o investidor subscreve e integraliza um valor mobiliário (quota), que corresponde a uma fração ideal do patrimônio do fundo. Ao adquirirem quotas de um fundo, os investidores desejam ver os recursos aportados geridos por um profissional, responsável por destiná-los à aquisição de ativos financeiros diversificados que, possivelmente, conforme almejado, trarão rendimentos aos investidores/quotistas.

Conforme o tipo de fundo, este poderá ter recursos direcionados a diversos ativos financeiros, que vão além dos valores mobiliários podendo abranger, inclusive, títulos excluídos do regime da Lei n. 6.385/1976. Assim, os Fundos Renda Fixa Simples, por exemplo, são constituídos sob a forma de condomínio aberto e têm destinado, no mínimo, 95% de seu patrimônio

*registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer outra natureza, bem como papéis de trabalho de auditores independentes, devendo tais documentos ser mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos: a) as pessoas naturais e jurídicas que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários (Art. 15); b) das companhias abertas e demais emissoras de valores mobiliários e, quando houver suspeita fundada de atos ilegais, das respectivas sociedades controladoras, controladas, coligadas e sociedades sob controle comum; c) dos fundos e sociedades de investimento; d) das carteiras e depósitos de valores mobiliários (Arts. 23 e 24); (...). II – intimar as pessoas referidas no inciso I a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da aplicação das penalidades previstas no art. 11; (...) V – **apurar, mediante processo administrativo**, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; VI – **aplicar aos autores das infrações** indicadas no inciso anterior as **penalidades** previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal; (...).*

⁵BRASIL. Lei n. 6.385/1976. Art. 1º. Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I – a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; II – a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; III – a negociação e intermediação no mercado de derivativos; IV – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; V – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; VI – a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; VII – a auditoria das companhias abertas; VIII – os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

⁶BRASIL. Lei n. 6.385/1976. Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I – as ações, debêntures e bônus de subscrição; II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III – os certificados de depósito de valores mobiliários; IV – as cédulas de debêntures; V – **as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos**; VI – as notas comerciais; VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. §1º Excluem-se do regime desta Lei: I – os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II – os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. (...).

líquido à aplicação em títulos como o da dívida pública federal e outros cuja classificação de risco seja equivalente⁷. Ressalta-se que, apesar de adquirir títulos que não são definidos como valores mobiliários, o seu funcionamento também está sujeito ao regime da Lei n. 6.385/1976, bem como a emissão, distribuição e oferta de suas quotas.

Nos tópicos seguintes, a natureza jurídica, o caráter despersonalizado, a comunhão de recursos e o patrimônio formado a partir da contribuição de quotistas do fundo serão abordados de forma mais detalhada. Por ora, fixa-se apenas, partindo da definição normativa, que o fundo de investimento é comunhão de recursos em condomínio destinada à aquisição de ativos financeiros no mercado, sejam títulos ou valores mobiliários, estando sujeitos o seu funcionamento, a emissão, distribuição e oferta de suas quotas, correspondentes a frações ideais do seu patrimônio, ao regime da Lei n. 6.385/1976.

Os fundos vêm adquirindo grande destaque nacional, pois possibilitam que vários investidores realizem, em conjunto, investimentos em uma carteira diversificada de ativos, com a possibilidade de obterem um retorno financeiro que, em muitos casos, dificilmente conseguiriam obter ao realizarem operações de maneira isolada (CVM, 2016, p. 10). Possibilitam, ainda, a participação no mercado de valores mobiliários de sujeitos que, normalmente, não teriam condições de atuar como *traders* ou gerir profissional e eficientemente uma carteira. O patrimônio líquido total dos fundos de investimento no país ultrapassa a cifra de quatro trilhões de reais, tendo o valor passado de 1,6 trilhões em 2010 para 4,083 trilhões até outubro do ano de 2017⁸. A estatística corrobora para a relevância desse mecanismo de investimento no mercado nacional.

⁷COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 113. *O fundo classificado como “Renda Fixa” que atenda às condições abaixo deve incluir, à sua denominação, o sufixo “Simples”: I – tenha 95% (noventa e cinco por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido representado, isolada ou cumulativamente, por: a) títulos da dívida pública federal; b) títulos de renda fixa de emissão ou coobrigação de instituições financeiras que possuam classificação de risco atribuída pelo gestor, no mínimo, equivalente àqueles atribuídos aos títulos da dívida pública federal; c) operações compromissadas lastreadas em títulos da dívida pública federal ou em títulos de responsabilidade, emissão ou coobrigação de instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, desde que, na hipótese de lastro em títulos de responsabilidade de pessoas de direito privado, a instituição financeira contraparte do fundo na operação possua classificação de risco atribuída pelo gestor, no mínimo, equivalente àquele atribuída aos títulos da dívida pública federal; II – realize operações com derivativos exclusivamente para fins de proteção da carteira (hedge); III – se constitua sob a forma de condomínio aberto; e IV – preveja, em seu regulamento, que todos os documentos e informações a eles relacionados sejam disponibilizados aos cotistas preferencialmente por meios eletrônicos.*

⁸ANBIMA. Estatísticas. Indústria de Fundos. Consolidado.

Disponível em: <www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento> Acesso em: 05 jan. 2019.

2.2 Origens dos fundos de investimento no Brasil

O surgimento dos fundos de investimento no Brasil pode ser compreendido a partir das sociedades de crédito, financiamento ou investimentos, que, para desenvolvimento de suas atividades, passaram a constituir fundos organizados sob condomínio e registrados em cartório. Conforme determinou o Decreto-Lei n. 7.583/1945, em sua constituição, tais sociedades dependiam de autorização governamental e para funcionamento deveriam seguir normas especiais expedidas pelo Ministério da Fazenda. Em 1946, por meio do Decreto-Lei n. 9.603, passaram a ser reguladas e fiscalizadas pela então vigente Superintendência da Moeda e do Crédito - SUMOC⁹.

Em 1957, a BIB S.A Investimentos, Crédito e Financiamento foi responsável pela constituição do Fundo Crescinco (ALONSO, 1971, p. 232), por meio de escritura pública em Cartório de Títulos e Documentos, contendo um regulamento que detalhava a forma de seu funcionamento (MARTINS NETO, 2017, p. 30). Em propagandas ao público, o Crescinco era definido como fundo brasileiro de participações industriais e comerciais, em condomínio aberto, tendo como objetivos a segurança, a valorização do patrimônio investido, a distribuição de rendimentos, a hábil administração dos recursos, além da possibilidade de resgate imediato.

⁹BRASIL. Decreto-Lei n. 7.583/1945. *Art. 2º A constituição e o funcionamento das sociedades de que trata o artigo precedente obedecerão a normas especiais que forem expedidas pelo Ministro da Fazenda, por proposta da Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária.* BRASIL. Decreto-Lei n. 9.603/1946. *Art. 1º As empresas comerciais e industriais, pessoas físicas ou jurídicas, cujas atividades a juízo da Superintendência da Moeda e do Crédito, justifiquem a organização de seções de financiamento ou de crédito, poderão mantê-las sob o regime do Decreto-lei n. 7.583, de 25 de maio de 1945.*

Figura 1 - Propagandas do fundo Crescincó

Tome parte no FUNDO CRESCINCO para tomar parte na RIQUEZA NACIONAL!

CRESCINCO

FUNDO BRASILEIRO DE PARTICIPAÇÕES INDUSTRIAIS E COMERCIAIS

— um Condomínio Aberto — que lhe oferece estes **5** pontos fundamentais:

1. **SEGURANÇA DO PATRIMÔNIO**
2. **VALORIZAÇÃO**
3. **RENDIMENTO**
4. **HÁBIL ADMINISTRAÇÃO**
5. **RESGATE IMEDIATO**

Este livreto, instrutivo e interessante, poderá ensiná-lo como investir bem seu dinheiro... Para recebê-lo, gratuitamente, preencha o cupão ao lado.

CRESCINCO - Caixa Postal 8245 - São Paulo

Prezados Senhores: Queiram enviar-me, gratuitamente, o livreto intitulado "Seu Dinheiro Não Pode Andar Parado".

Nome _____
Rua _____
Cidade _____ Estado _____

SE VOCÊ QUER DAR AO SEU FILHO TUDO O QUE VOCÊ NÃO TEVE, APLIQUE NO FUNDO CRESCINCO.

Seu filho acha você o maior pai do mundo. Então ele vai crescendo e precisando de escola, livros, uniformes, formaturas. No começo da profissão, ainda precisará de você.

Aplice suas economias no Fundo Crescincó, que oferece garantias reais. Suas economias são empregadas em ações das mais sólidas empresas do país, por uma equipe que conhece profundamente o nosso mercado de capitais. Com uma pequena importância aplicada mês a mês, você garante o futuro do seu filho e o futuro da sua imagem como pai.

Procure um dos nossos 400 agentes em todo o território nacional. Ou fale com o gerente de uma das 333 agências da União de Bancos Brasileiros.

Você verá como é fácil aplicar no Fundo Crescincó. Se você quiser que seu filho tenha o que você não teve.

FUNDO CRESCINCO

Administrado por Cia. Empreendimentos, Administração e Investimentos IBEIC

Capital e Reservas: NCR\$ 8.333.033,31

Carta de Autorização do Banco Central do Brasil 116

São Paulo: Rua Líbero Baduró, 393 - 6.º andar
Fones: 37-4961 e 37-7953
Rio de Janeiro: Av. Rio Branco, 147
18.º e 11.º andares - Fones: 222-5115 e 222-5114

Fonte: Revistas Seleções *Reader's Digest*, edições de maio/1957 e de dez. /1969, respectivamente.

Com o advento da Lei n. 3.470/1958, já revogada, foi fixado que, para efeitos de tributação pelo Imposto de Renda, os fundos constituídos em condomínio e administrados por sociedades de investimento fiscalizadas pela SUMOC não seriam considerados pessoas jurídicas, desde que não aplicassem mais de 10% de seu patrimônio em uma única sociedade empresária e desde que houvesse distribuição anual em relação aos resultados auferidos pelos investidores¹⁰.

Apesar da prática, somente em Portaria expedida pelo Ministério da Fazenda (n. 309/1959) ficou formalmente estabelecido que as sociedades de crédito, financiamento e investimentos poderiam de fato constituir fundos. Constituídas sob a forma anônima, tais sociedades integravam

¹⁰BRASIL. Lei n. 3.470/1958. Art. 82 Para efeito de tributação do imposto de renda, não são considerados pessoas jurídicas, 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. Parágrafo único. Os rendimentos correspondentes a esses fundos serão tributados, conforme a sua natureza, em poder dos condôminos, de acordo com a legislação em vigor. (Revogado).

o sistema bancário nacional, sendo, conforme o caso, voltadas para operações de concessão de crédito a médio e longo prazos ou para a realização de operações no mercado de valores mobiliários. No exercício de suas atividades, poderiam operar por conta própria ou de terceiros. Os recursos de terceiros compreendiam aqueles oriundos de quaisquer operações de crédito, os recursos com destino a operações predeterminadas e os decorrentes da constituição de fundos organizados como sociedades em conta de participação ou como condomínios¹¹.

Mais tarde, com a extinção da SUMOC, a Lei n. 4.728/1965 estabeleceu a competência do Banco Central do Brasil - Bacen para autorizar a constituição de bancos de investimento de natureza privada e de sociedades de investimento, os quais poderiam atuar como administradores de fundos em condomínio para aplicação de recursos no mercado de valores mobiliários. Passou a ser atribuição do Conselho Monetário Nacional – CMN fixar normas para as sociedades de investimento, inclusive quanto às condições de reembolso ou aquisição de suas ações, diversificação de carteiras e resgate de quotas dos fundos em condomínio por elas administrados. Na oportunidade, criou-se a possibilidade de que os fundos em condomínio fossem convertidos em sociedades anônimas de capital autorizado, ficando isentos de encargos fiscais relativos a tal transformação¹².

¹¹BRASIL. Ministério da Fazenda. Portaria nº 309/1959: *I – As sociedades de crédito e financiamento e as de investimentos, a que se referem os Decretos-leis n. 7.583 e 9.603, de 25-5-45 e 16-8-46, respectivamente, são instituições de crédito do tipo especial, que integram o sistema bancário nacional, dependem de autorização do Governo para funcionar e estão sujeitas à fiscalização da Superintendência da Moeda e do Crédito. II – As sociedades de que trata esta Portaria se organizarão sob a forma anônima, e observarão, nos atos preliminares de sua constituição, todos os dispositivos legais e regulamentares aplicáveis, mas somente poderão dar início a suas atividades após publicado despacho aprobatório do Ministro dos Negócios da Fazenda, no Diário Oficial da União, e processado o devido registro de comércio. III – As sociedades de crédito e financiamento têm por objetivo praticar operações que se relacionem com a concessão de crédito a médio e longo prazos, enquanto as de investimento se destinam a operar no mercado de valores mobiliários. IV – No exercício de suas atividades poderão as sociedades de crédito e financiamento e as de investimentos operar por conta própria ou de terceiros, respeitando o disposto nesta Portaria. 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 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: 1) os destinados a operações predeterminadas, hipótese em que não poderão ficar sem aplicação transcorridos os prazos de quinze dias, em se tratando de residentes no País, o de sessenta dias, para os residentes no exterior; caso em que as operações de câmbio decorrentes se processarão através de banco devidamente autorizado; 2) o levantamento de recursos mediante quaisquer operações de crédito; 3) a constituição de fundos em conta de participação ou em condomínio. (...).*

¹²BRASIL. Lei n. 4.728/1965. Art. 49. *Depende de prévia autorização do Banco Central o funcionamento das sociedades de investimento que tenham por objeto: 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*

O Decreto-Lei n. 157/1967, fomentando a aquisição de quotas de fundos de investimento, conferiu aos contribuintes do Imposto de Renda a faculdade de utilizar parte dos valores devidos para a aquisição de quotas de fundos administrados por instituições financeiras. O resgate correspondente aos investimentos realizados nesses fundos ficou esquecido por muitos investidores, razão pela qual há, atualmente, no sítio da CVM na internet, instruções para a realização de tais resgates nos chamados “Fundos – 157”¹³.

Na contramão dos incentivos até então observados, em 1968, a Resolução n. 103 do CMN vedou as sociedades de crédito, financiamento e investimentos de constituírem ou administrarem fundos em condomínio, os quais deveriam ser liquidados até 31 de dezembro de 1969¹⁴. Posteriormente, porém, por meio da Resolução n. 145/1970, o CMN aprovou o regulamento para reger a constituição e o funcionamento de fundos mútuos de investimento, sob a forma de condomínio aberto, de acordo com a Resolução n. 131 do mesmo ano. Nesse contexto, os fundos dependiam de prévia autorização do Bacen para serem constituídos, o que se dava por escritura pública, devendo conter a qualificação de seus fundadores, dentre os quais uma instituição

ou aquisição de suas ações pelas sociedades de investimento, ou de resgate das quotas 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. §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 assembleia 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 quotas 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 do §4º dada pelo Decreto nº 2.287, 23.7.1986)

¹³Disponível em: <<http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/FormBuscaCota157.aspx>>. Acesso em: 06 jan. 2019.

¹⁴CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução n. 103/1968. *RESOLVE: (...) IV - Vedar às sociedades de crédito, financiamento e às de tipo misto a constituição, administração ou gerência de FUNDOS MÚTUOS DE FINANCIAMENTO, ou FUNDOS DE "ACCEPTANCE", e, ainda, a partir desta data, a colocação de novas cotas de Fundos que funcionem sob o regime de sociedade em conta de participação, condomínio ou quaisquer outras formas, assim entendido, para os efeitos deste item, "uma comunhão de recursos destinados à aplicação em operações de crédito, com base em papéis comerciais" (Circular nº 72, de 30.11.1962, da extinta SUMOC). Os Fundos a que se refere este item, serão obrigatoriamente liquidados até 31 de dezembro de 1969, operando-se a sua liquidação progressiva, de modo que, até 30.6.1969 e 30.9.1969, tenham reduzido seus valores atuais de 50% e 75%, respectivamente.*

financeira administradora, que poderia ser um banco de investimento, uma sociedade de crédito, financiamento e investimentos ou uma sociedade corretora.

A atuação das administradoras de fundos deveria estar orientada no sentido de proporcionar aos investidores a valorização de suas quotas por meio da aplicação de recursos em carteira diversificada de títulos e valores mobiliários. Eram dotadas de poderes para exercer todos os direitos inerentes aos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo, inclusive o de comparecer e votar em Assembleias Gerais ou Especiais das sociedades investidas.

Os fundos mútuos de investimento tinham prazo indeterminado de duração, suas quotas correspondiam a frações ideais de seu patrimônio e a qualidade dos quotistas era atestada por meio de um certificado de investimento. Ao critério da administradora, os certificados de investimento poderiam ter prazo de carência de até 180 (cento e oitenta dias), contados da data da emissão para efeito do exercício do direito de resgate pelo investidor¹⁵.

Chama atenção, em 1974, por meio do Decreto-Lei n. 1.376, a constituição de fundos regionais e setoriais, como o Fundo de Investimentos do Nordeste - FINOR, o Fundo de Investimentos da Amazônia - FINAM e o Fundo de Investimentos Setoriais - Fiset, cujos recursos eram provenientes de incentivos fiscais, subscrições realizadas pela União Federal, subscrições realizadas por outras pessoas, físicas ou jurídicas, de direito público ou privado, rendimentos oriundos de aplicações de seus próprios recursos e demais fontes previstas em lei. Esses fundos deveriam realizar aplicações, sob a forma de subscrição de valores mobiliários, em sociedades empresárias consideradas aptas a receber incentivos fiscais por agências de desenvolvimento regional ou setorial (MARTINS NETO, 2017, p. 33).

¹⁵CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução n. 145/1970. Regulamento. Art. 1º *A constituição de novos Fundos Mútuos de Investimento dependerá de prévia autorização do Banco Central do Brasil e processar-se-á por escritura pública que contenha a qualificação dos seus fundadores, entre os quais uma instituição financeira das mencionadas no art. 4º. Parágrafo único. Na escritura de constituição será reproduzido, obrigatoriamente, o inteiro teor do regulamento do Fundo.* Art. 3º *A administração da carteira dos Fundos Mútuos de Investimento será exercida através de mandato outorgado pelos condôminos, na conformidade de cláusula expressa do regulamento do Fundo, ao qual deverão os mesmos aderir.* Art. 4º *A administração dos Fundos Mútuos de Investimento será exercida por Bancos de Investimento, Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento e Sociedades Corretoras, ressalvado o disposto no artigo seguinte.* Art. 7º *A administradora terá poderes para exercer todos os direitos inerentes aos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do FUNDO, inclusive o de ação e o de comparecer e votar em Assembleias Gerais ou Especiais. Poderá, igualmente, abrir e movimentar contas bancárias, adquirir e alienar livremente títulos e valores mobiliários, transigir, praticar, enfim, todos os atos necessários à administração da carteira, observadas as limitações do presente Regulamento.* Art. 9º *Os Fundos Mútuos de Investimento terão prazo indeterminado de duração.* Art. 22. *A critério da administradora, os certificados de investimento poderão ter prazo de carência de até 180 (cento e oitenta) dias, contados da data da emissão, para efeito do exercício do direito de resgate pelo condômino.*

Após o advento da Lei n. 6.385/1976, que dispôs sobre a criação da CVM e estabeleceu suas competências, a Resolução CMN n. 1.787/1991 atribuiu poderes à CVM para regular fundos mútuos de investimento em ações. Em 1991, a CVM editou a Instrução n. 148, que dispôs sobre a constituição, o funcionamento e a administração de fundos mútuos de investimento em ações e a Instrução n. 149, que regulou os fundos setoriais de investimento em ações. Em 1992, a Instrução n. 171, que se voltou para os fundos setoriais de investimento em ações do setor de mineração. Em 1993, editou a Instrução n. 302, que dispôs sobre a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos em títulos e valores mobiliários, e, em 1999, a Instrução n. 304, que estabeleceu regras gerais sobre fundos de investimento em quotas de fundos de investimento (MARTINS NETO, 2017, p. 34).

Com as alterações promovidas pela Lei n. 10.303/2001 na redação da Lei n. 6.385/1976, as quotas dos fundos de investimento foram incluídas no rol de valores mobiliários do artigo 2º, consequentemente reforçando-se a competência da CVM para regular a matéria, a qual, no exercício de suas funções, normatiza e fiscaliza o mercado de valores mobiliários (CARVALHO, 2014, p. 24). Em 2004, a Instrução n. 409 revogou instruções anteriores e passou a regular os fundos de investimento em geral. Essa instrução também foi revogada pela vigente Instrução n. 555/2014.

2.3 Notícia do Direito estrangeiro

Para alguns autores, os fundos de investimento remontam a um antigo negócio jurídico típico do direito inglês, o chamado “*trust*”, traduzido por “confiança” (tradução livre). O surgimento do *trust* está contextualmente relacionado à Idade Média, que é marcada por um modelo econômico baseado na suserania (SALOMÃO NETO, 1996, p. 9-11).

Naquele tempo, sob o sistema feudal, todas as terras pertenciam ao rei, sendo ele o mais poderoso suserano, ao passo que todos os senhores feudais – que eram, em geral, nobres e cavaleiros – eram seus vassalos. O rei distribuía, então, terras aos seus vassalos, mas tal distribuição não correspondia à aquisição de direitos de propriedade pelos senhores que as recebiam. Aos vassalos do rei que recebiam terras, também chamados “*tenants*”, cabiam direitos limitados e temporais sobre elas. De fato, por muito tempo, as terras dadas aos senhores sequer podiam ser alvo de disposições testamentárias.

Como uma forma de contornar as limitações ao exercício de direitos sobre as terras recebidas, os *tenants* passaram a estabelecer relações de fidúcia para com terceiros em relação a elas. Assim, se um cavaleiro partia para a guerra, por exemplo, entregava a “propriedade” de seus bens para um terceiro, confiando que ele exerceria a administração em favor de determinadas pessoas, como de familiares, caso o cavaleiro viesse a morrer na guerra. A relação de confiança (fidúcia) entre o *tenant* e o terceiro nomeado por ele, para quem os bens eram transferidos, configurava uma espécie de negócio denominado “*use*”, termo indicativo de que a transmissão dos bens tinha em vista determinado uso que se deveria fazer deles (“*to the use*”) (SALOMÃO NETO, 1996, p. 11-13).

Não somente entre o rei e seus vassalos (senhores feudais), mas também entre estes e seus respectivos vassalos, havia no sistema inglês uma espécie de desdobramento do domínio sobre a terra, do qual resultava um domínio indireto exercido pelo senhor do feudo e um domínio direto exercido por seu vassalo, sendo o último um tipo de possuidor. Os vassalos dos senhores feudais encontravam diversas restrições e limitações quanto ao uso, ao gozo e à possibilidade de transferência das terras, razão pela qual, das relações entre os senhores e vassalos, sobrevieram diversos conflitos que fomentaram a criação do “*use*”. Tal instituto traduziu uma transferência fiduciária da terra para o uso e mais tarde resultou na configuração do “*trust*” (TERPINS, 2013, p. 19-21).

Naquela época, os problemas e conflitos oriundos do *use* não eram facilmente acolhidos e resolvidos pela justiça inglesa. Isso porque os direitos dos beneficiários dos “*uses*”, como a família do *tenant* que partiu para a guerra no exemplo anterior, não eram significativamente considerados. Ora, a justiça inglesa estava pautada na *common law*, sem abrir muito espaço para uma análise das relações de mera confiança estabelecidas entre *tenants* e seus fiduciários. Afinal, a nenhum deles sequer cabia a plena propriedade sobre as terras, que eram todas pertencentes ao rei.

Paralelamente aos tribunais ingleses, que decidiam com base na *common law*, atuava um conselheiro do rei, chamado *Chancellor*, inicialmente escolhido dentre os membros do clero e, mais tarde, dentre pessoas de notável conhecimento jurídico. A atuação do *Chancellor* era mais flexível que a atuação dos tribunais e sua podia basear-se em uma espécie de justiça natural. Aos poucos, o *Chancellor* foi estabelecendo princípios de equidade e passou a considerar casos precedentes para decidir novos casos. Diante disso, tornou-se comum que os beneficiários dos *uses* passassem a procurar por ele, pedindo que agisse para obrigar os fiduciários a cumprirem as

disposições fixadas pelos fiduciários, transmitentes dos bens. Dentro de suas competências, o *Chancellor* passou a emitir *writs*, mandados mediante os quais chamava a outra parte, iniciando a relação processual (SALOMÃO NETO, 1996, p. 14-15).

A atuação do *Chancellor* e a difusão dos *uses* tomaram contornos tão significativos que o Rei Henrique VIII, preocupado com o controle de suas terras, promulgou o *Statute of Uses* em 1535, determinando a extinção de todos os *uses* celebrados. Não tardou, entretanto, para que o *Chancellor*, cuja atuação foi aos poucos institucionalizada em uma verdadeira Corte, chamada *Corte de Chancelaria*, passasse a decidir casos concretos contornando a proibição do *Statute of Uses*. Foi assim que a *Chancelaria* acabou por fixar que, na ocasião de serem celebrados dois *uses* sucessivos, o *Statute of Uses* somente estaria apto a extinguir o primeiro *use*. A partir desse posicionamento da Corte, tornou-se comum celebrar ao menos dois *uses* para fins de validar e conferir mais segurança à existência de um deles. Para diferenciar o segundo *use* do primeiro celebrado, sendo que este poderia ser extinto por aplicação do *Statute of Uses*, aquele passou a ser chamado de *trust* (SALOMÃO NETO, 1996, p. 15-17).

Seguindo a lógica dos *uses*, o *trust* funcionava da seguinte forma: um sujeito denominado *settlor* celebrava o *trust*, separando determinada porção de seu patrimônio a fim de colocá-la sob a administração de um *trustee*, sujeito responsável por gerir esse patrimônio destinando-o à finalidade prevista pelo *settlor* em favor de um terceiro beneficiário, chamado *cestui que trust*. No *trust*, o *trustee* tornava-se não somente administrador do bem dado em *trust*, mas passava a ocupar a posição de proprietário no lugar do *settlor*. Sua propriedade, entretanto, via-se limitada a dar ao bem a destinação e o cuidado especificados pelo *settlor*. Dessa forma, apesar de passar a integrar o patrimônio do *trustee*, o bem dado em *trust* não poderia se confundir com o restante de seu patrimônio pessoal, não podendo, tampouco, haver a sua utilização em benefício ou em atividade de interesse próprio do *trustee*.

Assim como no antigo *use*, o *settlor* necessitava confiar no *trustee* em relação ao cumprimento das disposições do *trust*, razão pela qual se assemelha ao *settlor* a figura de um fiduciário, enquanto ao *trustee* assemelha-se a figura do proprietário fiduciário. Num primeiro momento, também no *trust* não se garantia ao *cestui que trust* (beneficiário) nenhum mecanismo da *common law* para exigir do *trustee* o cumprimento das obrigações fixadas pelo *settlor*. Com o desenvolvimento da *Corte de Chancelaria*, ou *Corte de Equity*, o *cestui que trust* encontrou um caminho para exigir o cumprimento das disposições do *trust* e, assim, pode-se dizer que passou a

ser titular de um direito de propriedade em *equity*. O beneficiário do *trust* passou a ter direito de natureza real, podendo, inclusive, exercer a sequência em caso de alienação indevida dos bens dados em *trust* (BARRETO FILHO, 1956, p. 66-67), com exceção para o caso de alienação a terceiro de boa-fé que não tivesse conhecimento da existência do *trust* (SALOMÃO NETO, 1996, p. 18-19 e 60).

É importante observar que quando da celebração do *trust* pelo *settlor*, o negócio jurídico se aperfeiçoa com uma única manifestação de vontade, não dependendo do consentimento do *trustee* ou do *cestui que trust*. Além disso, por meio do *trust* é possível que o *settlor* separe e dê destinação específica a todo o seu patrimônio ou à determinada parcela dele. O *trust* pode ser celebrado para fins em vida ou para fins sucessórios, não sendo preciso que três sujeitos distintos ocupem as posições típicas de *settlor*, *trustee* e *cestui que trust*. De fato, o *settlor* pode, por exemplo, nomear-se como *trustee* ou como o próprio beneficiário do *trust*. (BARRETO FILHO, 1956, p. 67-71).

Em países cuja cultura jurídica é a da *common law*, ainda é comum a celebração de *trusts*, podendo a posição de *trustee* ser desempenhada por companhias especializadas ou por administrador profissional que atuem, mediante remuneração, seguindo termos contratualmente estabelecidos. Os *trusts* podem ser celebrados para atender aos mais diversos objetivos do *settlor*, como para constituir legados, efetivar doações no longo prazo, promover a administração de bens do espólio, em favor de curatelado, de ausente, de menor de idade etc. (BARRETO FILHO, 1956, p. 80-82).

Ainda que em sua origem o *trust* tenha sido um negócio utilizado nas relações concernentes aos poderes do domínio sobre a terra, com o tempo, passou a ser utilizado também para a realização de investimentos coletivos. Comerciantes ingleses começaram a instituir relações jurídicas fiduciárias com diversos investidores no intuito de captar recursos para seus negócios empresariais, sobretudo após o chamado *Buble Act* de 1720, lei que regulava o exercício de atividades empresárias apenas por organizações reconhecidas por carta real ou do Parlamento, cuja obtenção era extremamente difícil.

Após o *Buble Act*, desencadeou-se um movimento de utilização dos clássicos *trusts*, cujos princípios e regras passaram a influenciar as sociedades empresárias inglesas. Nesse sentido, o que se dava era que um conjunto de investidores transferia bens a um *trustee*, que, por sua vez, administrava-os e destinava à atividade previamente estabelecida, distribuindo aos investidores os

rendimentos advindos (SALOMÃO NETO, 1996, p. 98-99). Foi assim que surgiram, então, os *investment trusts*.

Há certa controvérsia sobre qual teria sido o primeiro *investment trust* celebrado na história. A dificuldade em se identificar com precisão o primeiro *investment trust* se deve ao fato de que as características desse negócio jurídico, com o passar do tempo, e na medida em que foi se espalhando por novos países com sistemas jurídicos distintos, foram sofrendo sensíveis modificações, o que torna complexa a apreensão de elementos essenciais suficientes para classificar esse ou aquele remoto negócio como *investment trust*. (TERPINS, 2013, p. 53).

De fato, o nome “*investment trust*” **passou a ser utilizado de forma alegórica** para diversos negócios jurídicos, como o *trust*, e até mesmo para sociedades empresárias e outras estruturas destinadas a operações de investimento coletivo.

Assim, alguns autores identificam um *investment trust* pioneiro no “*Allgemeene Nederlandsche Maatschappij ter Begunstiging van de Volkswijlt*”, constituído em 1822 nos Países Baixos pelo Rei Guilherme de Orange, visando à captação de recursos para a agricultura local, que funcionou como um banco de investimentos e mais tarde, em 1832, passou a ser denominado *Société Générale de Belgique* (BARRETO FILHO, 1956, p. 86; FREITAS, 2005, p. 63)¹⁶.

Barreto Filho (1956, p. 87) cita estudiosos que apontariam os primeiros *investment trusts* como tendo surgido na Escócia, entre 1830 e 1860, e há, ainda, quem aponte o antigo *Eendragt Maakt Magt*, em 1774, sob a responsabilidade do comerciante de Amsterdam, *Abraham van Ketwich*, como um pioneiro (ROUWENHORST, 2004, p. 3-5).

O *Eendragt Maakt Magt*, cujo nome significa “a união faz a força”, consistia em comunhão de recursos, formada através da subscrição de quotas por investidores, destinada à aquisição de títulos financeiros emitidos por governos estrangeiros e instituições bancárias e à realização de empréstimos agrícolas nas Índias Ocidentais. Ele possuía um tipo de prospecto informando quem seria o administrador, os sujeitos responsáveis por fiscalizar a implementação das políticas de investimento e suas remunerações. O prospecto continha até mesmo uma perspectiva (em percentual sobre o capital investido) acerca do retorno financeiro dos quotistas, que, ao término do prazo de duração do “fundo”, receberiam os ativos adquiridos por ele. Existiam regras para a

¹⁶Um pouco da história da Société Générale de Belgique é contada em breve artigo disponível em: <<https://history.bnpparibas/document/generale-bank-a-major-player-in-the-development-of-belgian-industry/>>. Acesso em: 14 jan. 2019

aquisição de novas quotas, para a realização de resgates e para a manutenção da diversificação da carteira de investimentos (RIBEIRO, 2016, p. 29). Os administradores do *Eendragt Maakt Magt* estavam cientes de suas responsabilidades fiduciárias para com os investidores e tinham o dever de fornecer dados de contabilidade anual, divulgar informações aos interessados, além de garantir uma gestão adequada dos recursos (ROUWENHORST, 2004, p. 7). Pelas características acima, o investimento coletivo, concretizado por meio do *Eendragt Maakt Magt*, parece aproximar-se dos fundos de investimento regulados pelo ordenamento pátrio.

A par das controvérsias que possam existir sobre o surgimento do primeiro *investment trust* e sobre sua própria caracterização, fato é que os negócios e instrumentos de investimento coletivo destinados à aquisição de títulos e valores mobiliários espalharam-se e ganharam diferentes formas e adaptações jurídicas, decorrendo daí notável fungibilidade do instituto, capaz de se moldar por diferentes estruturas sem deixar de atender à sua precípua finalidade econômica (ASCARELLI, 1952, p. 12).

A dualidade na utilização de *companies* ou *trusts* explica-se em grande parte pela sobrevivência e pela revogação de leis ora mais favoráveis à utilização das companhias, ora mais favoráveis à celebração dos *trusts*. Não somente as mudanças legislativas, mas também realidades econômicas impactaram na opção pela constituição de sociedades ou pela celebração de *trusts*. Assim, em 1860, por exemplo, uma crise na economia inglesa tornou as sociedades empresárias impopulares, favorecendo a utilização do *trust* como mecanismo de investimento coletivo, destacando-se a criação do *Foreign and Colonial Government Trust* em 1868 (FREITAS, 2005, p. 66-67; TAVERNARD, 2012, p. 25).

Na Inglaterra, ainda em meados do século XIX, o *Companies Act* de 1862 visou conferir maior segurança aos investimentos em valores mobiliários e aboliu a necessidade de autorização governamental para o funcionamento de sociedades empresárias (MARCONDES, 1970, p. 186-187), favorecendo o surgimento delas, inclusive das destinadas a operacionalizar investimentos coletivos, como a *London Financial Association* e a *International Financial Society*, ambas companhias constituídas em 1863 (BARRETO FILHO, 1956, p. 88; FREITAS, 2005, p. 66).

Trusts e companhias passaram, então, a ser utilizados para dar forma a investimentos coletivos cujas características remontam aos fundos. Em 1986, com a promulgação do *Financial Services Act*, o *trust* foi privilegiado como negócio para viabilizar investimentos coletivos no

Reino Unido, notadamente no que toca à constituição de “fundos abertos” (*open-ended*), sendo que a flexibilidade de suas formas fez que com que se ressaltassem frente às estruturas societárias.

Nos Estados Unidos, apontado como pioneiro e organizado, em 1823, sob a forma de companhia de investimentos, destacou-se o *Massachussets Hospital Life Insurance* (FREITAS, 2005, p. 67-70). Outros que se destacaram foram o *New York Stock Trust*, fundado em 1889 (BARRETO FILHO, 1956, p. 90-91), o *Boston Personal Property Trust* de 1893, a *Light Securities Company* de 1904 e o *Alexander Fund* de 1907 (FREITAS, 2005, p. 70-71).

Após a Primeira Guerra Mundial, realçou-se a constituição do *Internacional Securities Trust of America* em 1921, cuja atividade estava voltada para a gestão de recursos dos investidores e sua aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários (BARRETO FILHO, 1956, p. 87 e 91). A partir daquele ano, a relevância de *investment trusts* nos Estados Unidos aumentou significativamente até sofrer uma redução com o *crash* de 1929. No período pós crise, com a promulgação de importantes legislações, culminando com o *Investment Company Act* de 1940, foram fortemente impulsionados (FREITAS, 2005, p. 72-73).

Nos Estados Unidos, muitos *investment trust* são organizados sob a forma de sociedades, desenvolvendo-se, portanto, sob a forma de *investment companies*. A classificação das companhias de investimento está contida no *Investment Company Act* de 1940, que representou um marco para as sociedades de investimento norte-americanas e continua em vigor até os dias atuais. As companhias de investimento são classificadas em “*face amount certificate companies*”, “*unit investment trusts*” e “*management companies*”. A primeira, designa companhias de investimento cuja atividade está relacionada à emissão de certificados que implicam em participação societária capaz de gerar rendimentos aos investidores em determinado prazo. A segunda designa companhias de investimento organizadas mediante compromisso fiduciário, com a celebração de um contrato de custódia, agência ou similar, sendo desprovidas de um conselho administrativo e emissoras de títulos resgatáveis denominados “*units*”. A terceira é apreendida de forma residual, abarcando demais outros tipos de sociedades, inclusive, as *open-ended* e as *closed-ended companies*, conforme emitam ou não ações resgatáveis durante seu funcionamento, respectivamente¹⁷.

¹⁷BRASIL. Cf. SEC - Securities and Exchange Commission. *Investment Company Act of 1940*, Jan. 3, 2012, p. 24-25. Disponível em: < https://www.db.com/tcr/docs/Investment_Company_Act_1940.pdf>. Acesso em: 13 jan. 2019

Management companies constituídas como *closed-ended*, por exemplo, passaram a ser criadas sob tipo societário das *Limited Partnerships*. Esse tipo societário caracteriza-se pela limitação de responsabilidade de seus investidores (denominados como "*Limited Partners*") ao montante aportado na sociedade, conquanto não participem da administração dela; ao passo que ao administrador (*General Partner*) é atribuída a responsabilidade ilimitada (HILT; O'BANION, 2008, p. 10). O *General Partner* no exercício da administração da sociedade pode contar com o auxílio de um consultor de investimentos e, ainda, indicar terceiros para o desempenho de funções administrativas (HUDSON, 2014, p. 9-10). Em linhas gerais, as *Limited Partnerships* podem ser comparadas às sociedades em conta de participação existentes no ordenamento jurídico brasileiro¹⁸, sendo o *General Partner* comparado ao sócio ostensivo e o *Limited Partner* ao sócio participante (RIBEIRO, 2016, p. 41).

Observa-se que, quanto aos fundos de investimento, mesmo diante das possibilidades de utilização de: (i) diferentes tipos societários; e (ii) negócio jurídico diferenciado semelhante ao *trust* inglês; no Brasil, optou-se por atribuir a eles um regime jurídico próprio e denominá-los como condomínios. De fato, a importação dos *investment trusts* pelo direito brasileiro não ocorreu pela adoção de um instituto cuja natureza jurídica remonta ao *trust* ou às sociedades empresárias.

A interiorização de instrumentos e negócios de investimento criados em outros sistemas jurídicos nem sempre ocorre de maneira simples. Isso porque as diferenças relativas ao contexto social, econômico e normativo entre o país "importador" e o país "exportador" do instrumento em questão influem significativamente na delimitação, na regulação e na caracterização deste em um ou noutro país (RIBEIRO, 2016, p. 20-23). No Brasil, existem diversas dificuldades decorrentes da definição dos fundos de investimento como condomínios, com destaque para os distanciamentos entre o regime jurídico empresarial aplicável aos fundos e o regime jurídico dos condomínios previsto no Código Civil brasileiro.

O reconhecimento dos instrumentos empresariais pelo Direito costuma ser tardio em relação à adoção fática deles. Porém, mesmo que tardias, as previsões legais e regulatórias visam a conferir segurança jurídica aos negócios celebrados entre os agentes econômicos, criando um ambiente mais propício à utilização do instrumento "importado". Apesar das dificuldades que podem decorrer da importação de instrumentos estrangeiros desvinculada dos institutos jurídicos

¹⁸BRASIL. Cf. Código Civil (2002), artigos 991 ao 996.

que os caracterizam nos países de origem, quanto aos fundos de investimento, é relevante o benefício econômico de sua interiorização no ordenamento jurídico pátrio.

Assim, a regulação interna dos fundos favoreceu a sua utilização e expansão como instrumento de investimento coletivo, resultando benefícios para o mercado de valores mobiliários como um todo. Cita-se como um dos benefícios a disponibilização de um instrumento de investimento coletivo apto a atrair novos sujeitos para ocuparem a posição de investidores, sujeitos esses que teriam dificuldades, por falta de expertise e segurança, por exemplo, para realizar investimentos de maneira isolada em uma carteira diversificada. O investimento realizado de forma coletiva possibilita, ainda, a diluição dos riscos e das despesas decorrentes das operações. Nos fundos, é possível realizar investimentos em montante mais expressivo tendo em vista a comunhão de recursos que lhe é característica, do que podem, eventualmente, decorrer melhores possibilidades de retorno financeiro.

Na medida em que atraem novos investidores, os fundos contribuem para a promoção do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. A destinação dos recursos aportados no fundo para a aquisição de valores mobiliários emitidos por sociedades empresárias implica em alocação deles para o financiamento de atividades voltadas para a oferta de produtos e serviços no mercado, do que pode resultar desenvolvimento produtivo, tecnológico e econômico, além de ampliação da concorrência. Destaca-se, ainda, que a disponibilização de um instrumento de investimento análogo ao existente em outros países cria um ambiente atrativo a investidores estrangeiros e contribui para trocas econômicas que vão além do aporte de recursos financeiros, abrangendo também trocas de conhecimentos e tecnologias, contribuindo para o mercado de valores mobiliários em âmbito internacional.

2.4 Natureza jurídica dos fundos de investimento

Um dos elementos da definição dos fundos de investimento é a comunhão de recursos dos investidores. Efetivamente, apesar de a formalização do ato constitutivo do fundo acontecer previamente ao aporte de recursos, sua existência concreta só começa com a comunhão de recursos e, conseqüentemente, com o surgimento de um patrimônio especialmente destinado à aquisição de títulos e valores mobiliários.

A comunhão de recursos dos investidores é formada a partir do aporte de recursos por eles, mediante a subscrição e integralização de quotas do fundo. Em geral, os recursos são aportados

em dinheiro, mas em alguns tipos de fundos a integralização de quotas pode se dar mediante a transferência de valores mobiliários, como nos Fundos de Investimento em Participações¹⁹, ou de bens imóveis, em alienação fiduciária, como nos Fundos de Investimento Imobiliário²⁰, desde que tais possibilidades estejam previstas nos respectivos regulamentos.

Dado que, conforme definição, a comunhão que lhes é própria é exercida em condomínio, seja ele aberto ou fechado, cumpre diferenciar os conceitos de comunhão e condomínio, destacando-se que o primeiro é mais abrangente que o segundo. A comunhão abrange relações jurídicas que contém uma pluralidade subjetiva (PEREIRA, 2016b, p. 157), ao passo que o condomínio consiste em situação jurídica na qual há, além da pluralidade subjetiva, o exercício conjunto de direitos reais sobre um ou mais de um bem, atribuindo-se frações ideais a cada condômino.

Na união conjugal sob o regime da comunhão parcial de bens, por exemplo, os cônjuges exercem conjuntamente o direito de propriedade sobre a totalidade dos bens adquiridos na constância do casamento, o que encontra correspondência na propriedade de “mão comum” oriunda do direito germânico (ALONSO, 1971, p. 235). É exatamente por isso que atos individuais de disposição e constituição de ônus reais sobre os bens objetos de comunhão conjugal necessitam de manifestação de outorga uxória ou marital. Outro exemplo de comunhão, dessa vez no direito sucessório, consiste naquela que, pela ocasião da *saisine*, sobrevém pela imediata transmissão de herança aos herdeiros antes mesmo que seja efetuada a partilha²¹.

A comunhão pode ser voluntária ou forçada: no primeiro caso, é estabelecida convencionalmente entre os comunheiros, como no casamento; enquanto no segundo sua incidência decorre da lei, como na abertura da sucessão, ocasião em que a comunhão sobre os bens

¹⁹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 5º *O FIP, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários, representativos de participação em sociedades limitadas, que deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão. Art. 20. A subscrição e a integralização de cotas devem atender aos termos e condições estipulados no regulamento do fundo. (...) §5º Admite-se a integralização de cotas do fundo com os ativos referidos no artigo 5º.*

²⁰COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 472/2008. Art. 11. *A integralização de cotas será efetuada em moeda corrente nacional admitindo-se, desde que prevista no regulamento do fundo, a integralização em imóveis, bem como em direitos relativos a imóveis.*

²¹O artigo 1.791 do Código Civil afirma ser a herança um todo unitário sendo que até a partilha o direito dos co-herdeiros é indivisível regulando-se pelas regras aplicáveis aos condomínios. Observa-se que o Código não definiu a comunhão decorrente da herança como condomínio, mas apenas disse que se aplicam as regras relativas ao mesmo.

que compõem a universalidade da herança é forçada e transitória. Situação diversa decorre da titularidade conjunta, ou co-titularidade, de um dever de natureza pessoal. Nesse caso, regendo-se pelo Direito das Obrigações, não se fala em comunhão, mas sim em solidariedade.

Partindo-se para a definição do condomínio, trata-se de espécie de comunhão marcada por seu caráter pró-diviso. O condomínio é situação jurídica, na qual sujeitos exercem conjuntamente direitos de natureza real sobre um bem ou conjunto de bens, atribuindo-se a cada um, chamados condôminos, frações ideais (PEREIRA, 2016b, p. 159). A noção de fração ideal não está presente em toda e qualquer comunhão, mas é necessária ao condomínio. Retomando o exemplo da comunhão conjugal observa-se que o caso não comporta uma noção de fração ideal atribuída aos cônjuges, razão pela qual diz-se que a comunhão é pró-indiviso.

Caso os cônjuges venham a se divorciar e ainda assim decidam, por ocasião da partilha, manter o exercício conjunto do direito de propriedade sobre determinado imóvel adquirido na constância do casamento, tornar-se-ão condôminos, cabendo a cada qual sua respectiva fração ideal. A fração ideal de cada ex-cônjuge poderá, inclusive, ser alienada e gravada de ônus, sem necessidade de anuência do outro. A noção de fração ideal atribuída aos condôminos remonta ao direito de origem romana e sobre esse aspecto, abordando primeiro a noção romana e comparando-a à noção germânica, sintetiza-se:

A doutrina clássica conceitua a primeira como uma comunhão *pro diviso*, isto é, que prioriza o indivíduo em detrimento da comunidade ao passo que a segunda é conceituada como uma comunhão *pro indiviso* por inverter a relação de valores, priorizando a comunidade, mais do que o indivíduo. Na concepção ontológica germânica elimina-se a noção de fração ideal e se atribui o direito de uso e gozo à comunidade em si mesma considerada e não ao indivíduo (FREITAS, 2005, p. 187).

O Código Civil brasileiro (2002) dispõe que todos os condôminos têm direitos sobre a totalidade do bem, mas cada direito é limitado pelos iguais direitos dos demais, na medida das respectivas frações ideais. Essas frações decorrem de uma ficção jurídica que supõe a divisão de bem indiviso entre os condôminos e, não havendo estipulação diversa, são presumidamente partes iguais (art. 1.315, parágrafo único). A noção de fração ideal é realmente necessária ao significado de condomínio para o direito civil brasileiro, o que também se apreende pelo artigo 1.314, segundo o qual "cada condômino pode usar da coisa²² conforme sua destinação, sobre ela exercer todos os

²²O Código Civil utiliza os vocábulos “coisa” e “bem” indistintamente. Assim, o Código traz dos artigos 79 ao 103 a classificação dos bens, conforme sejam divisíveis, indivisíveis, fungíveis, infungíveis, singulares, coletivos, móveis,

direitos compatíveis com a indivisão, reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse e alhear a respectiva parte ideal, ou gravá-la.”.

Em síntese, entende-se que dentro de um conceito mais amplo que é a comunhão, existe a comunhão *pro-indiviso*, na qual todos exercem conjuntamente direitos sobre todo o bem ou conjunto de bens, e a comunhão *pro-diviso*, na qual incide a perspectiva de frações ideais atribuídas a cada comunheiro. Acrescentando-se à comunhão *pro-diviso* o caráter de exercício de direito de natureza real pelo conjunto de comunheiros, tem-se o condomínio.

Recorrendo-se à etimologia da palavra condomínio, que provém do latim pela junção de “*com*” e “*dominium*”, apreende-se que “*com*” significa “junto”, enquanto “*dominium*” significa “domínio”, “poder sobre”, “comando” ou “senhor de”²³. Assim, a expressão transmite a ideia de co-exercício ou exercício conjunto do domínio, ou de determinados poderes, por uma pluralidade de sujeitos, sobre um bem ou conjunto de bens. Em geral, trata-se domínio como sinônimo de propriedade, de tal forma que o condomínio revelaria o co-exercício simultâneo de direitos relativos à propriedade (GOMES, 2010, p. 253).

Comumente, o proprietário exerce o domínio plenamente²⁴, mas pode haver situações nas quais isso não se verifica. Isso porque há um conjunto de poderes mediante os quais se pode manifestar o domínio sobre determinado bem. Esses poderes são, basicamente, o uso, a fruição, a disposição e a sequele (GONÇALVES, 2012c, p. 194). Assim caso haja, por exemplo, usufruto²⁵ em favor de outrem, o proprietário, nesse caso chamado de nu-proprietário, já não exercerá a propriedade plena, vez que não terá poderes de uso nem de fruição, permanecendo com os poderes de disposição e sequele.

O mais comum, realmente, é que o condomínio recaia sobre a propriedade na presença de todos os seus poderes. Mesmo assim, sobressaem limitações na medida em que todos os poderes que um condômino exerce sobre o bem se limitam por todos os poderes que os demais condôminos exercem em relação àquele mesmo bem. De fato, o caráter de exclusividade não se verifica nas

imóveis, públicos ou não, principais ou acessórios, sem, contudo, trazer uma definição de “bem”. Por outro lado, ao tratar dos direitos reais o Código utiliza a expressão “direito das coisas”, mais uma vez sem trazer uma definição.

²³Tradução e significado contido no Dicionário de Etimologia online. Disponível em: <www.etymonline.com> Acesso em: 03 ago. 2018.

²⁴BRASIL. Código Civil (2002). Art. 1.228. *O proprietário tem a faculdade de usar, gozar e dispor da coisa, e o direito de reavê-la do poder de quem quer que injustamente a possua ou detenha.*

²⁵O usufruto é uma espécie de direito real. Segundo o artigo 1.225 do Código Civil (2002), são direitos reais: I – a propriedade; II – a superfície; III – as servidões; IV – o usufruto; V – o uso; VI – a habitação; VII – o direito do promitente comprador do imóvel; VIII – o penhor; IX – a hipoteca; X – a anticrese; XI – a concessão de uso especial para fins de moradia; XII – a concessão de direito real de uso; e XIII – a laje.

relações entre os condôminos. Nos dizeres de Pereira (2016b, p. 157), assegura-se “a exclusividade jurídica ao conjunto de comproprietários, em relação a qualquer pessoa estranha, e disciplinando-se os respectivos comportamentos, bem como a participação de cada um em função da utilização do objeto”.

A partir das definições acima delineadas para "comunhão" e "condomínio", volta-se à tarefa de compreender a natureza jurídica do fundo de investimento considerada a sua definição como comunhão de recursos em condomínio. Resta saber em que medida aos fundos de investimento se aplica o regime jurídico dos condomínios previsto no Código Civil. Dos artigos 1.314 ao 1.330, o Código dispõe sobre o regime jurídico aplicável aos condomínios em geral, enquanto dos artigos 1.331 ao 1.358-A sobre o regime jurídico aplicável aos condomínios edilícios e de lotes. Os últimos por tratarem especificamente de edifícios, incorporações imobiliárias e lotes, por óbvio não se aplicam aos fundos de investimento, de tal forma que somente se poderia cogitar o fundo enquanto condomínio dentro do regime jurídico geral.

2.4.1 Dificuldades em se aplicar o regime dos condomínios aos fundos de investimento

Tendo em vista o regime jurídico geral previsto no Código Civil para os condomínios, destacam-se aqui disposições, sendo que algumas serão detalhadas em análise comparativa aos regime dos fundos de investimento: (i) é permitido que cada condômino use a coisa conforme sua destinação exercendo todos os direitos compatíveis com a indivisão que decorre do condomínio, inclusive podendo reivindicar a coisa de terceiros, defender sua posse e alhear a respectiva parte ideal ou gravá-la de ônus (art. 1.314, caput); (ii) nenhum dos condôminos pode alterar a destinação da coisa comum, nem dar posse, uso ou gozo dela a estranhos, sem que antes haja consenso por parte dos demais condôminos (art. 1.314, parágrafo único); (iii) o condômino é obrigado a concorrer para os ônus, despesas de conservação ou divisão da coisa, na proporção de sua fração ideal (art. 1.315, caput); (iv) pode o condômino eximir-se de pagar despesas e dívidas, renunciando à sua parte ideal (artigo 1.316, caput); (v) cada condômino responde pelos frutos recebidos e danos que causar (artigo 1.319, caput); (vi) a todo tempo o condômino pode exigir a divisão da coisa comum (artigo 1.320, caput), sendo que os condôminos podem acordar que a coisa fique indivisa por prazo não superior a cinco anos, suscetível de prorrogação ulterior (§1º do artigo 1.320); (vii) os condôminos podem deliberar pela escolha de um administrador da coisa comum, que poderá,

inclusive, ser estranho ao condomínio, aplicando-se regras sobre a administração previstas do artigo 1.323 ao 1.326.

De pronto, subsumindo regras do regime jurídico previsto no Código Civil aos fundos de investimento, encontram-se algumas contradições. Assim, nos condomínios, os condôminos podem gravar de ônus e alhear livremente suas respectivas frações ideais (art. 1.314), ressalvando-se apenas o direito de preferência dos demais no caso de venda de parte ideal em coisa indivisível, nos termos do artigo 504 do Código Civil²⁶. Diferentemente, nos fundos de investimento, os quotistas encontram limitações ao direito de alienar ou gravar de ônus reais suas quotas, conforme o tipo de fundo. Tratando-se de fundo constituído sob condomínio aberto, por exemplo, em regra, não é permitido ao quotista alienar livremente suas quotas²⁷.

No regime jurídico dos condomínios, existe a faculdade de o condômino eximir-se de pagar despesas e dívidas renunciando sua parte ideal (art. 1.316, caput). Essa faculdade não está prevista na Instrução CVM n. 555/2014, que trata dos fundos de investimento. Nos fundos, as operações de investimento podem resultar em patrimônio líquido negativo, o que significa haver perdas superiores ao capital aplicado pelos quotistas, disso podendo resultar o dever de que eles aportem recursos adicionais para cobrir os prejuízos²⁸. Os quotistas não podem se escusar de aportar esses recursos extraordinários alegando renúncia aos direitos potestativos sobre suas quotas (CARVALHO, 2012, p. 133-134).

²⁶BRASIL. Código Civil (2002). Art. 504. *Não pode um condômino em coisa indivisível vender a sua parte a estranhos, se outro consorte a quiser, tanto por tanto. O condômino, a quem não se der conhecimento da venda, poderá, depositando o preço, haver para si a parte vendida a estranhos, se o requerer no prazo de cento e oitenta dias, sob pena de decadência. Parágrafo único. Sendo muitos os condôminos, preferirá o que tiver benfeitorias de maior valor e, na falta de benfeitorias, o de quinhão maior. Se as partes forem iguais, haverão a parte vendida os comproprietários, que a quiserem, depositando previamente o preço.*

²⁷COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 13. *A cota de fundo aberto não pode ser objeto de cessão ou transferência, exceto nos casos de: I – decisão judicial ou arbitral; II – operações de cessão fiduciária; III – execução de garantia; IV – sucessão universal; V – dissolução de sociedade conjugal ou união estável por via judicial ou escritura pública que disponha sobre a partilha de bens; e VI – transferência de administração ou portabilidade de planos de previdência. Art. 14. As cotas de fundo fechado e seus direitos de subscrição podem ser transferidos, mediante termo de cessão e transferência, assinado pelo cedente e pelo cessionário, ou por meio de negociação em mercado organizado em que as cotas do fundo sejam admitidas à negociação. §1º A transferência de titularidade das cotas de fundo fechado fica condicionada à verificação pelo administrador, do atendimento das formalidades estabelecidas no regulamento e na presente Instrução. §2º Na hipótese de transferência por meio de negociação em mercado organizado, cabe ao intermediário verificar o atendimento das formalidades estabelecidas no regulamento e na presente Instrução.*

²⁸COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. 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.*

Conforme o Código Civil, nos condomínios, é lícito ao condômino exigir, a qualquer tempo, a divisão²⁹ da coisa comum, obviamente se a coisa comum for divisível (art. 1.320, caput). É certo, entretanto, que os condôminos podem acordar que a coisa comum divisível fique indivisa por até cinco anos, suscetível de prorrogação ulterior (§1º do artigo 1.320). Nesse caso, até que finde o prazo acordado, entende-se que os condôminos não podem exigir a divisão da coisa comum, vez que tal exigência contrariaria o pacto anteriormente celebrado, violando princípios gerais de direito, como o princípio da boa fé nos negócios jurídicos, o princípio de que os acordos devem ser cumpridos (*pacta sunt servanda*) e o princípio que veda o comportamento contraditório (*venire contra factum proprium*). Ressalta-se, todavia, que havendo requerimento do interessado em juízo, quando grave razão o aconselhar, o juiz pode determinar a divisão da coisa comum antes mesmo do término do prazo acordado entre os condôminos (art. 1.320, §3º)³⁰.

Abrindo um breve parêntese, abordando os bens indivisíveis, estes são aqueles que, por sua própria natureza ou condição, não podem ser fracionados sem alteração de sua substância, sem diminuição considerável de seu valor ou sem prejuízo do uso a que se destinam (art. 87). Os bens indivisíveis também podem ser qualificados dessa forma por determinação da lei ou das partes (art. 88) (GOMES, 2010, p. 226-227).

Independentemente da origem da indivisão, por natureza, condição, determinação da lei ou das partes, a exigência de um condômino pelo fim da coisa comum pode se dar em termos de que esta seja adjudicada a um só condômino, que deverá indenizar aos demais. Não sendo possível a adjudicação, vende-se a coisa comum, repartindo-se o valor apurado entre os condôminos, na proporção da fração ideal de cada um (GOMES, 2010, p. 272). Na operação de venda é garantido o direito de preferência do condômino frente a terceiro estranho ao condomínio, em condições iguais de oferta, e, entre os condôminos, prefere aquele que tiver benfeitorias mais valiosas e, não as havendo, prefere o condômino de maior fração ideal (art. 1.322, caput).

Nos termos do parágrafo único do artigo 1.322, se nenhum dos condôminos tiver benfeitorias na coisa comum e se as frações ideais dos condôminos são em partes iguais, ou seja, não há quem detenha maior quinhão, deve ser realizada licitação entre estranhos e antes de

²⁹Segundo o artigo 1.321 do Código Civil (2002), aplicam-se à divisão do condomínio as regras da partilha e da herança (artigos 2.013 ao 2.022, Código Civil - 2002).

³⁰Quando estabelecida por doador ou testador, a indivisão não pode ultrapassar o prazo de cinco anos. Aqui, em regra, não há possibilidade de prorrogação (art. 1.320, §2º, Código Civil - 2002).

adjudicada a coisa àquele que oferecer maior lance será realizada licitação entre os condôminos, aos quais cabe a preferência, em condições iguais.

Diante dessas disposições do Código Civil, surgem as questões: poderiam os quotistas de fundo de investimento exigir a qualquer tempo a divisão da coisa comum, resultando na liquidação do fundo? E, ainda, o regulamento de um fundo de investimento poderia estabelecer a indivisão dos bens e direitos que o compõem, ou seu prazo de duração, por mais de cinco anos? O fundo de investimento cujo regulamento prevê prazo de duração superior a cinco anos viola disposição expressa de lei, qual seja o artigo 1.320, §1º do Código Civil?

Fato é que, para que se aplique o regime jurídico dos condomínios previsto no Código Civil aos fundos de investimento, é preciso partir do pressuposto que a carteira do fundo é um bem ou conjunto de bens sobre os quais os quotistas/investidores exercem conjuntamente um direito de natureza real. Partindo desse pressuposto, seria realmente possível que os quotistas exigissem a divisão da coisa comum a qualquer tempo ou que o fundo, cujo regulamento prevê prazo de duração superior a cinco anos ou indeterminado fosse compreendido como violador da lei. Quanto aos fundos de investimento cujo prazo de duração é determinado e de até cinco anos, seria possível aplicar o entendimento de que o acordo deve prevalecer, observando-se a boa fé e vedando-se comportamentos contraditórios. Afinal, os quotistas ao aportarem recursos financeiros em um fundo celebram um negócio jurídico, tomando ciência e anuindo aos termos fixados no regulamento do fundo, o que inclui a descrição de seu prazo de duração (art. 44, V, Instrução CVM n. 555/2014), de tal forma que seria vedado o comportamento contraditório do quotista de exigir a liquidação antecipada do fundo para fins de divisão da coisa comum.

No que toca a uma possível prorrogação do prazo de duração do fundo, depois de decorridos cinco anos de seu funcionamento, dependeria de deliberação tomada em Assembleia Geral de Quotistas. A prorrogação deveria, necessariamente, conforme artigo 1.320, §1º do Código Civil, ser ulterior, o que significa que o regulamento do fundo não poderia dispor previamente sobre isso. O fato de as prorrogações ficarem a cargo de decisão ulterior por Assembleia Geral de Quotistas poderia acarretar, dependendo do caso, a inviabilidade ou desestímulo à constituição de fundos com políticas de investimentos que privilegiem ativos financeiros cujos rendimentos advêm em longo prazo. O limite de prazo máximo de duração em cinco anos também se apresentaria como dificultador à realização de aplicações por investidores que desejam aportar recursos no fundo para efetuar resgates somente após muitos anos de rendimento da carteira.

Caso se suponha que a carteira do fundo de investimento consiste em bem indivisível dado que seu fracionamento resultaria em diminuição considerável de valor para os quotistas (art. 87), seria recomendável a determinação expressa da indivisibilidade em regulamento para melhor resguardar a continuidade do fundo frente a possíveis exigências de quotistas para a divisão e liquidação antecipada. Todavia, ainda que em regulamento conste a determinação de que a carteira de valores mobiliários do fundo é bem indivisível pela sua própria condição, permaneceriam alguns problemas. Primeiro, para as coisas indivisíveis, o Código Civil prevê que a exigência do condômino para o fim do condomínio pode se dar em termos de que seja realizada a adjudicação do bem a um condômino, com indenização dos demais, ou venda com partilha do apurado de acordo com a quota parte de cada um, nos termos do disposto no artigo 1.322. No caso dos fundos, isso significaria adjudicar todos os ativos da carteira em favor de um quotista, que indenizaria aos demais, o que, por certo, a depender do número de quotistas e do valor total da carteira de ativos, seria extremamente inviável para o adjudicante. Em relação à venda dos ativos que compõem a carteira, operação de desinvestimento, essa é a regra que antecede o fim do prazo de duração do fundo, ocasião última na qual se dará a liquidação e pagamento dos resgates das quotas aos quotistas. O diferencial, aqui, seria a possibilidade de que um quotista exigisse a antecipação desse período de desinvestimentos.

Ora, a possibilidade de um fundo de investimento ser liquidado em virtude da exigência, a qualquer tempo, de um único quotista, diminuiria a viabilidade, a segurança e a atratividade dos fundos como mecanismo coletivo de investimentos no mercado de valores mobiliários. Finalmente, vale dizer que, distinguindo-se das previsões comuns de administração de condomínio constantes no Código Civil³¹, no fundo de investimento o administrador não é eleito pelos quotistas, sendo na verdade a pessoa que formaliza a própria constituição do fundo. O administrador do fundo é pessoa jurídica autorizada pela CVM, nos termos do art. 23 da Lei n. 6.385/1976, para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, o que compreende um conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento

³¹BRASIL. Código Civil (2002). Art. 1.323. *Deliberando a maioria sobre a administração da coisa comum, escolherá o administrador, que poderá ser estranho ao condomínio; resolvendo aluga-la, preferir-se-á, em condições iguais, o condômino ao que não o é.* Art. 1.324. *O condômino que administrar sem oposição dos outros presume-se representante comum.* Art. 1.325. *A maioria será calculada pelo valor dos quinhões. §1º As deliberações serão obrigatórias, sendo tomadas por maioria absoluta. §2º Não sendo possível alcançar maioria absoluta, decidirá o juiz, a requerimento de qualquer condômino, ouvidos os outros. §3º Havendo dúvida quanto ao valor do quinhão, será este avaliado judicialmente.*

e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiro por ele contratado³².

Observa-se que apesar de dispositivos normativos definirem os fundos de investimento como condomínios há significativas diferenças no que toca ao regime jurídico dos condomínios previsto no Código Civil e o regime jurídico aplicável aos fundos de investimento. Além disso, a aplicação do regime jurídico dos condomínios aos fundos desfavoreceria em vários aspectos a utilização destes como mecanismo de investimento coletivo, principalmente os de longo prazo.

O que ocorre é que existem notáveis dificuldades em se aplicar o regime jurídico dos condomínios aos fundos. Primeiro, porque os valores mobiliários que integram a carteira do fundo não são bens. Conforme dispõe o Código Civil, são bens imóveis o solo e tudo que se lhe incorpora natural ou artificialmente (artigo 79) e são bens móveis as coisas suscetíveis de movimento próprio ou de remoção por força alheia, sem alteração de sua substância ou de sua destinação econômico-social (artigo 82).³³ Assim, pode-se citar como exemplos de bens móveis, vez que suscetíveis de movimento sem perda de sua substância ou destinação: os semoventes, que se movem por si próprios (GONÇALVES, 2012a, p. 277), os móveis de uma sala que podem ser deslocados por força humana de um lado para o outro e demais objetos que admitem remoção, como moedas, mercadorias, objetos de uso etc. (BEVILÁQUA, 1955, p. 167). Os valores mobiliários não se enquadram na definição de bens móveis, tampouco de imóveis. Valores mobiliários representam direitos pessoais e sua circulação, emissão e negociação está sujeita a um regime jurídico próprio de Direito Empresarial. Os direitos pessoais patrimoniais são considerados bens móveis para efeitos legais. De fato, quando o Código Civil os classifica para efeitos legais assim o faz, sobretudo, para determinar a incidência ou não de certos atos solenes de registro e transferência³⁴.

³²COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 78. *A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo.*

³³BRASIL. Código Civil (2002). Art. 82. *São móveis os bens suscetíveis de movimento próprio, ou de remoção por força alheia, sem alteração da substância ou da destinação econômico-social.* Art. 83. *Consideram-se móveis para os efeitos legais: I – as energias que tenham valor econômico; II – os direitos reais sobre objetos móveis e as ações correspondentes; III – os direitos pessoais de caráter patrimonial e respectivas ações.* Art. 84. *Os materiais destinados a alguma construção, enquanto não forem empregados, conservam sua qualidade de móveis; readquirem essa qualidade os provenientes da demolição de algum prédio.*

³⁴BRASIL. Código Civil (2002). Art. 80. *Consideram-se imóveis para os efeitos legais: I - os direitos reais sobre imóveis e as ações que os asseguram; II - o direito à sucessão aberta.* Art. 81. *Não perdem o caráter de imóveis: I – as edificações que, separadas do solo, mas conservando a sua unidade, forem removidas para outro local; II – os materiais provisoriamente separados de um prédio, para nele se reempregarem.* Conforme se vê, os direitos descritos no artigo 80 não são bens imóveis, mas são assim considerados para efeitos de registro perante Cartório de Registro de Imóveis. Exemplificando, devem ser registrados junto à matrícula do imóvel direitos de propriedade, de usufruto e

Vislumbra-se aqui, portanto, uma importante diferença entre os fundos e os condomínios regulados pelo Código Civil, vez que os quotistas do fundo não exercem conjuntamente um direito real sobre um bem ou conjunto de bens. O patrimônio do fundo é formado, principalmente, não por bens móveis ou imóveis, mas por um conjunto de direitos pessoais patrimoniais, representados por títulos e valores mobiliários. Ainda que considerado o patrimônio de um fundo formado também por dinheiro, deve-se levar em conta que este é um bem de natureza fungível. Quando se trata de dinheiro, não há direito do investidor sobre o bem em si, mas sim direito pessoal patrimonial ao recebimento de bens da mesma espécie, qualidade e quantidade (artigo 85).

Na classificação dos bens, o Código Civil (art. 85) chama de fungíveis os bens que podem substituir-se por outros da mesma espécie, qualidade e quantidade. Apesar de não haver expressa definição na lei, como decorrência da definição de bens fungíveis, são infungíveis aqueles que não detém o caráter de substitutividade. Exemplificando: produtos, como café e carvão, ou objetos, como latas de tinta e sapatos, seriam bens fungíveis, ao passo que moedas de uma rara coleção, o quadro de um pintor famoso ou um apartamento seriam bens infungíveis.

Além da diferença entre fundos e condomínios decorrente da composição do patrimônio do fundo e do patrimônio condominial, sequer é possível dizer que os investidores do fundo são co-titulares de direitos pessoais patrimoniais representados pelos títulos e valores mobiliários da carteira. Realmente, esses direitos cabem ao próprio fundo, não aos investidores. Os quotistas/investidores são titulares de direitos pessoais patrimoniais representados pelas quotas. Essas quotas é que integram o patrimônio pessoal de cada investidor, não os demais valores mobiliários da carteira oriundos dos investimentos realizados a partir dos recursos do fundo.

Nesse ponto, vislumbram-se semelhanças do negócio jurídico que permite a criação dos fundos em relação à celebração do contrato de sociedade. Este pode ensejar, preenchidas as formalidades, a constituição de pessoa jurídica empresária. Na sociedade limitada empresária, por exemplo, os sócios aportam bens e dinheiro para a constituição de um patrimônio separado, afetado ao desenvolvimento de uma atividade econômica voltada para a oferta de produtos e serviços no mercado. Em contrapartida, os sócios recebem quotas. O que efetivamente integra o patrimônio

habitação (direitos reais sobre imóvel) e ações que os assegurem, como a existência de uma ação de usucapião, mediante averbação. Assim, também, o direito à sucessão aberta, considerado como bem imóvel para efeitos legais, impõe que eventuais renúncias a ou cessão de direitos de herança se dê por ato solene, em escritura pública ou por termos em autos de inventário, a fim de que se possa verificar, por exemplo, a existência ou não de outorga uxória. Cf. Arts. 1.275, II e parágrafo único; 1.410, I e 1.806 do Código Civil e arts. 34 e 35 da Lei n. 6.404/1976.

dos sócios são os direitos pessoais, patrimoniais e políticos, em face da sociedade, que as quotas adquiridas representam. Estas, por sua vez, encontram correspondência no patrimônio da sociedade. Peça fundamental reside no fato de a sociedade ser constituída como uma pessoa jurídica dando mais espaço à limitação da responsabilidade dos sócios, pois se diz que o patrimônio social é de titularidade de outra pessoa, qual seja a sociedade.

Ao permitir a constituição de um patrimônio separado ou especial, a lei pode estabelecer limitações à responsabilidade dos instituidores desse patrimônio. A limitação da responsabilidade pode encontrar maior vazão diante da previsão de criação de uma pessoa jurídica que passará a ser a titular do patrimônio especial. No caso dos fundos de investimento, entretanto, observa-se que apesar de não ser uma pessoa jurídica, mediante a atuação de uma administradora, o fundo se manifesta como um sujeito de direitos e deveres dotado de patrimônio, formado como patrimônio destacado a partir da contribuição dos investidores e destinado a um fim específico, qual seja a aquisição de títulos e valores mobiliários no mercado.

Da decisão normativa de não revestir o fundo da forma de uma pessoa jurídica, valendo-se da referência aos condomínios, apesar das sensíveis diferenças entre os fundos e os condomínios regulados pelo Código Civil, independe a possibilidade de limitar a responsabilidade dos instituidores do patrimônio. De fato, a legislação pode limitar a responsabilidade sem condicioná-la à existência de uma nova pessoa jurídica, como se dá com a separação dos bens de família. No âmbito dos fundos de investimento, verifica-se que não são definidos como pessoa jurídica, tendo sido priorizada a realização de uma modulação de Direito Empresarial sobre o instituto do condomínio previsto no Código Civil.

As controvérsias e dificuldades em “encaixar” os fundos no regime jurídico previsto pelo Código Civil para os condomínios levaram a doutrina jurídica pátria a considerar teorias que atribuem naturezas jurídicas diversas aos fundos de investimento. Sobre elas, discorre-se brevemente a seguir. Vale adiantar que não se adere a nenhuma dessas teorias e, apesar da impossibilidade de subsunção dos fundos ao regime jurídico dos condomínios, nota-se que as teorias que tentam atribuir outras naturezas jurídicas aos fundos também não contemplam a realidade deles. Defende-se que no caso dos fundos há, na realidade, uma modulação do instituto do condomínio previsto pelo Código Civil pelo Direito Empresarial, como ramo autônomo do Direito, passando a incidir um regime jurídico próprio que lhe dá contorno.

2.4.2 Teorias sobre a natureza jurídica dos fundos

Existem teorias que, inconformadas com a definição dos fundos de investimento como condomínios, tentam explicá-lo mediante atribuição de outras naturezas jurídicas. Nesse sentido, destacam-se aqui três dessas teorias: (i) a teoria condominial que, apesar do nome, adota definição segundo a comunhão de origem germânica, fazendo referência à propriedade de mão comum; (ii) a teoria da propriedade fiduciária; e (iii) a teoria societária.

A teoria condominial ou de mão comum identifica no fundo de investimento uma comunhão de recursos na qual todos os investidores, quotistas do fundo, exerceriam os poderes relativos ao domínio de forma conjunta sobre o todo (CARVALHO, 2012, p. 138-139). A ideia remonta à noção de propriedade de “mão comum”, o que significa que não há parte ideal atribuída aos condôminos. A defesa dessa teoria tem por base, por exemplo, o fato de que, considerando a realidade e as características próprias dos fundos, não se aplica a regra prevista no artigo 1.320 do Código Civil de que a todo tempo o condômino pode exigir a divisão da coisa comum. Dessa forma, se não é facultado ao condômino exigir a divisão da coisa comum, seus direitos sobre o todo somente podem ser exercidos na medida em que os demais exercem iguais direitos, o que significaria dizer que todos exercem apenas conjuntamente o domínio sobre o todo (SZTAJN, 1994, p. 104-105).

A teoria em comento mostra-se, todavia, completamente inadequada ao contexto jurídico brasileiro, tendo em vista que, ao contrário da concepção germânica, o direito brasileiro, como explicitado anteriormente e evidenciado pelo artigo 1.314 do Código Civil, adota uma definição que necessita da noção de frações ideais atribuídas aos condôminos³⁵. Afasta-se, portanto, a noção de domínio em “mão comum”, vez que essa noção não suporta divisão sequer no plano ideal. Além disso, é certo que a pessoa jurídica gestora da carteira de ativos do fundo pode dispor dos valores mobiliários que a compõem sem necessidade de anuência dos quotistas/investidores.

Por seu turno, a segunda teoria abordada, qual seja a teoria da propriedade fiduciária, identifica nos fundos de investimento a existência de uma relação de mandato, sendo esse outorgado pelo investidor à administradora do fundo. Sustenta-se que a administradora do fundo

³⁵COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 11. *As cotas do fundo correspondem a frações ideais de seu patrimônio, são escriturais, nominativas, e conferem iguais direitos e obrigações aos cotistas.*

é que estaria investida de todos os poderes sobre a carteira de ativos e demais elementos do patrimônio, atuando em representação dos quotistas (PIMENTA, 2006, p. 41).

As principais críticas direcionadas à teoria da propriedade fiduciária permitem sua refutação. Primeiramente, não há clareza sobre qual seria o conteúdo do instrumento de mandato, uma vez que todos os poderes de gestão do patrimônio ficariam inteiramente a cargo da administradora do fundo. Outros pontos de crítica em relação à teoria concentram-se: (i) na noção de que, no Brasil, a propriedade fiduciária tem, em regra, o escopo de garantia, conforme se abstrai do disposto no artigo 1.361³⁶ do Código Civil (CARVALHO, 2012, p. 140); (ii) a administradora do fundo não age em nome dos quotistas ou seguindo orientações e vontades manifestadas por eles; pelo contrário, a administradora possui notável autonomia para concretizar as políticas de investimento do fundo, limitando-se às previsões legais e àquelas contidas no regulamento (CASTRO, 2017, p. 390); e (iii) na celebração de contratos, na participação em sociedades empresárias, como no caso do Fundo de Investimento em Participações – FIP, e na realização de outros negócios jurídicos quem consta como contraparte é o próprio fundo, não os quotistas ou a administradora (CASTRO, 2017, p. 390). Para além disso, é evidente que o patrimônio do fundo não é de titularidade da administradora e, tampouco, o instrumento de mandato é apto a transferir patrimônio.

Ressalva-se, porém, em caráter excepcional, a relação fiduciária que pode existir nos fundos de investimento imobiliário, nos quais, por expressa disposição legal (Lei n. 8.668/1993), os bens e direitos integrantes do patrimônio, em especial os imóveis podem ser mantidos sob a propriedade fiduciária da administradora, bem como seus frutos e rendimentos, desde que não se comuniquem com seu patrimônio pessoal, observadas restrições constantes na legislação.³⁷

³⁶BRASIL. Código Civil (2002). Art. 1.361. *Considera-se fiduciária a propriedade resolúvel de coisa móvel infungível que o devedor, com escopo de garantia, transfere ao credor. §1º Constitui-se a propriedade fiduciária com o registro do contrato, celebrado por instrumento público ou particular, que lhe serve de título, no Registro de Títulos e Documentos do domicílio do devedor, ou, em se tratando de veículos, na repartição competente para o licenciamento, fazendo-se a anotação no certificado de registro. §2º Com a constituição da propriedade fiduciária, dá-se o desdobramento da posse, tornando-se o devedor possuidor direto da coisa. §3º A propriedade superveniente, adquirida pelo devedor, torna eficaz, desde o arquivamento, a transferência da propriedade fiduciária. Art. 1.367. A propriedade fiduciária em garantia de bens móveis ou imóveis sujeita-se às disposições do Capítulo I do Título X do Livro III da Parte Especial deste Código e, no que for específico, à legislação especial pertinente, não se equiparando, para quaisquer efeitos, à propriedade plena de que trata o art. 1.231. Art. 1.368-A. As demais espécies de propriedade fiduciária ou de titularidade fiduciária submetem-se à disciplina específica das respectivas leis especiais, somente se aplicando as disposições deste Código naquilo que não for incompatível com a legislação especial.*

³⁷BRASIL. Lei n. 8.668/1993. Art. 7º. *Os bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário, em especial os bens imóveis mantidos sob a propriedade fiduciária da instituição administradora, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicam com o patrimônio desta, observadas, quanto a tais bens e direitos,*

Registra-se que, por vezes, a expressão “alienação fiduciária” é utilizada como sinônimo de propriedade fiduciária, o que, entretanto, não é correto. A alienação corresponde ao negócio jurídico que permite a constituição da garantia, enquanto a propriedade fiduciária designa o próprio direito real de garantia em questão (PEREIRA, 2016b, p. 371). Sobre a propriedade fiduciária:

(...) pode-se definir a propriedade fiduciária como transferência, ao credor, do domínio e posse indireta de uma coisa, independentemente de sua tradição efetiva, em garantia do pagamento de obrigação a que acede, resolvendo-se o direito do adquirente com a solução da dívida garantida (PEREIRA, 2016b, p. 371).

Por fim, contando com diversos adeptos na doutrina nacional³⁸, a terceira teoria tenta atribuir natureza jurídica societária aos fundos de investimento, neles procurando identificar todos os elementos caracterizadores da sociedade empresária contratual. Conforme prevê o Código Civil em seu artigo 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. Para os adeptos da teoria societária, os investidores dos fundos ocupam posição de sócios na medida em que aportam recursos financeiros para o desenvolvimento de uma atividade cujo objetivo central é a obtenção de lucro (FREITAS, 2005, 216-218). Apesar de não estar previsto no artigo 981 do Código Civil como elemento caracterizador do contrato de sociedade, por ser comum às sociedades empresárias, destaca-se, ainda, o suposto interesse dos investidores do fundo na diluição dos riscos da atividade econômica pelo seu exercício através dele, semelhantemente ao que almejam os sócios de uma sociedade por meio dessa.

as seguintes restrições: I - não integrem o ativo da administradora; II - não respondam direta ou indiretamente por qualquer obrigação da instituição administradora; III - não componham a lista de bens e direitos da administradora, para efeito de liquidação judicial ou extrajudicial; IV - não possam ser dados em garantia de débito de operação da instituição administradora; V - não sejam passíveis de execução por quaisquer credores da administradora, por mais privilegiados que possam ser; VI - não possam ser constituídos quaisquer ônus reais sobre os imóveis. §1º No título aquisitivo, a instituição administradora fará constar as restrições enumeradas nos incisos I a VI e destacará que o bem adquirido constitui patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário. §2º No registro de imóveis serão averbadas as restrições e o destaque referido no parágrafo anterior. §3º A instituição administradora fica dispensada da apresentação de certidão negativa de débitos, expedida pelo Instituto Nacional da Seguridade Social, e da Certidão Negativa de Tributos e Contribuições, administrada pela Secretaria da Receita Federal, quando alienar imóveis integrantes do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário. Art. 8º O fiduciário administrará os bens adquiridos em fidúcia e deles disporá na forma e para os fins estabelecidos no regulamento do fundo ou em assembleia de quotistas, respondendo em caso de má gestão, gestão temerária, conflito de interesses, descumprimento do regulamento do fundo ou de determinação da assembleia de quotistas.

³⁸Alguns defensores da natureza societária dos fundos são: Sérgio Mourão Corrêa-Lima e Vinícius Rodrigues Pimenta (2011, p. 653-678), Erasmo Valladão Azevedo de Novaes França (2009, p. 210-212); Mário Tavernard Martins de Carvalho (2012, p. 146); Ricardo de Santos Freitas (2005, p. 218).

No plano argumentativo, a teoria em comento procura justificar a natureza societária dos fundos afirmando que: (i) existe um conjunto organizado de atos voltados para o exercício da atividade econômica, em consonância ao que ocorre nas sociedades empresárias (CARVALHO, 2012, p. 142); (ii) não há um bem específico sobre o qual recai a co-propriedade exercida pelos investidores, destacando-se o caráter mutacional dos elementos que compõem o patrimônio do fundo, o que se assemelharia ao funcionamento das sociedades empresárias, não dos condomínios; (iii) é evidente o objetivo comum de obtenção de lucro e partilha dos resultados entre os quotistas do fundo (FREITAS, 2005, p. 218); e, (iv) no fundo de investimento, os quotistas celebram negócio jurídico de caráter contratual e voluntário, comprometendo-se a perseguir um escopo comum, do que decorreria a *affectio societatis* entre eles, ainda que prevalecendo o *intuito pecuniae* e inexpressivo o *intuito personae* (CARVALHO, 2012, p. 141-142).

Vale mencionar também que há aqueles que enxergam no fundo de investimento uma sociedade de fato ou em comum³⁹ em virtude de ser desprovido de personalidade jurídica (CORRÊA-LIMA; PIMENTA, 2011, p. 659-660). Acrescenta-se como suporte à teoria societária a expressiva atribuição dessa natureza a instrumentos de investimento coletivo análogos existentes em outros países, como nos Estados Unidos, conforme exposto no tópico referente às notícias do direito estrangeiro. Diante de todos esses argumentos, a teoria societária parece contemplar diversos aspectos dos fundos. Entretanto, como se verá logo abaixo, essa teoria se depara com importantes refutações.

Como primeiro ponto de refutação, cumpre esclarecer que no fundo de investimento os quotistas não celebram, concretamente, um contrato de sociedade. Falta aos investidores o escopo comum consistente na consecução de uma atividade empresária organizada através de sociedade e voltada para trocas econômicas onerosas de bens e/ou serviços no mercado (CASTRO, 2017, p. 396). Na verdade, o único objetivo do investidor é auferir rendimentos advindos dos títulos e valores mobiliários que serão adquiridos pelo fundo, optando pelo aporte de recursos nesse,

³⁹BRASIL. Código Civil (2002). Art. 986. Enquanto não inscritos os atos constitutivos, rege-se à sociedade, exceto por ações em organização, pelo disposto neste Capítulo, observadas, subsidiariamente e no que com ele forem compatíveis, as normas da sociedade simples. Art. 987. Os sócios, nas relações entre si ou com terceiros, somente por escrito podem provar a existência da sociedade, mas os terceiros podem prová-la de qualquer modo. Art. 988. Os bens e dívidas sociais constituem patrimônio especial, do qual os sócios são titulares em comum. Art. 989. Os bens sociais respondem pelos atos de gestão praticados por qualquer dos sócios, salvo pacto expresse limitativo de poderes, que somente terá eficácia contra o terceiro que o conheça ou deva conhecer. Art. 990. Todos os sócios respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais, excluído do benefício de ordem, previsto no art. 1.024, aquele que contratou pela sociedade

sobretudo, em virtude da gestão profissional e do potencial de retorno financeiro que resulta da somatória de aportes individuais. Nesse aspecto, sustenta-se a ausência de espírito associativo entre os quotistas do fundo, inexistindo verdadeira *affectio societatis* e prevalecendo simples comunhão de interesses. Apesar de a *affectio societatis* não ser característica exclusiva das sociedades, distinguindo os contratos de sociedade de todos os demais, por certo é um critério interpretativo útil, tendo em vista os deveres e responsabilidades dos sócios entre si e para com o interesse comum existente (COMPARATO, 1981, p. 39).

Nesse sentido, é possível dizer que:

Nos fundos de investimento em valores mobiliários, a relação é firmada entre o investidor, individualmente considerado, e a administradora do fundo. Apesar de os quotistas possuírem interesse comum (obtenção de melhores resultados por meio da aplicação conjunta de recursos no mercado por sociedade especializada), não tem intuito de celebrar contrato de sociedade e, conseqüentemente, de se relacionarem entre si (CASTRO, 2017, p. 396).

Ademais, conforme dispõe o Código Civil brasileiro, a sociedade empresária deve constituir-se segundo um dos tipos regulados nos artigos 1.039 a 1.092 ou constantes de leis especiais. Todavia, é certo que, considerando suas características e regime jurídico, os fundos não se adequam a nenhum dos tipos existentes⁴⁰. Nesse sentido, também quanto àqueles que encontram nos fundos as características de uma sociedade em comum, não lhes assiste razão. Afinal, a sociedade em comum é dotada de caráter de informalidade, em razão da ausência de registro de seus atos constitutivos, caráter esse que não pode ser atribuído aos fundos de investimento (FÉRES, 2015, p. 49). Na sociedade em comum, em geral, os sócios se empenham ativamente na consecução da atividade econômica, o que em relação aos fundos se traduz pelos serviços exclusivos da administradora (CASTRO, 2017, p. 396).

Ora, mesmo nas sociedades anônimas abertas, nas quais podem haver diversos acionistas atuando como meros investidores, deixando de participar da tomada de decisões políticas e estratégicas que envolvem o objeto social, convivem sócios investidores e sócios empreendedores (ALONSO, 1971, p. 258). Finalmente, é certo que nos fundos, diferentemente do que se dá nas

⁴⁰BRASIL. Código Civil (2002). 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.*

sociedades empresárias, os quotistas não elegem a administradora, na verdade é a própria administradora, pessoa jurídica, quem formaliza o ato de constituição do fundo (CASTRO, 2017, p. 397), ainda que, posteriormente, possa vir a ser substituída por deliberação de Assembleia Geral de Quotistas⁴¹.

Descartadas as teorias do condomínio de “mão comum”, da propriedade fiduciária e societária, volta-se à definição dos fundos de investimento como condomínios. Vê-se que, ainda que existam pontos de aproximação entre os fundos e as sociedades, como pela realização de Assembleias e pela existência de um patrimônio destacado, há também pontos de aproximação entre fundos e os condomínios, pois ambos são desprovidos de personalidade jurídica e em ambos a administração da massa patrimonial indivisa pode ser atribuída a um terceiro administrador.

Propriamente quanto à inaplicabilidade do regime do Código Civil aos fundos, isso se explica pela modulação feita pelo Direito Empresarial, conferindo novos contornos e regulações, o que é perfeitamente possível, considerando-se a autonomia do ramo, o que se concretiza por fontes como a Lei n. 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, a Lei n. 8.668/1993, que dispõe sobre fundos de investimento imobiliários e as instruções da CVM. A compreensão dessa modulação ficará mais clara nos tópicos seguintes, abordando-se o patrimônio e as dimensões objetiva e subjetiva dos fundos.

2.4.3 Patrimônio especial ou de afetação

Ao subscreverem quotas do fundo, os investidores assumem o dever de constituir um patrimônio especial, destacado do patrimônio geral de cada um, que terá uma finalidade determinada, razão pela qual se diz que está afetado ao cumprimento de um objetivo previamente estipulado, qual seja a aquisição de valores mobiliários conforme o tipo de fundo e a política de investimentos prevista em regulamento.

O patrimônio é um complexo de relações jurídicas apreciáveis economicamente, composto por bens e direitos, e, uma vez destacado do patrimônio geral ou ordinário das pessoas que o instituíram, está destinado a cumprir um determinado fim (CASTRO, 2017, p. 335).

Apesar da definição clássica de patrimônio, que o enxerga como um reflexo ou extensão da personalidade, sendo considerado uno, indivisível e pessoal, a visão mais moderna já não o

⁴¹BRASIL. Cf. Instrução CVM n. 555/2014, art. 66, II.

traduz como algo ligado à personalidade, passando a compreendê-lo sob o ponto de vista de sua finalidade ou destinação, do que resultaria a possibilidade de seu fracionamento, de sua cotitularidade e de destaque como algo existente em separado da personalidade e do patrimônio da pessoa que o instituiu (CEOLIN, 2003, p. 96).

Historicamente, os credores tinham como garantia do cumprimento das obrigações pelo devedor a própria pessoa deste. Com o passar do tempo, essa configuração foi alterada de tal forma que a garantia dos credores passou a ser o patrimônio dos devedores. Em virtude de o patrimônio ter assumido uma função antes desempenhada pela pessoa, muitos juristas passaram a compreendê-lo como uma dimensão ou extensão da personalidade. Por essa razão, por muito tempo e ainda hoje, diversos doutrinadores defendem uma concepção personalista ou subjetiva de patrimônio. Para tal vertente, o patrimônio é dotado de características comuns à personalidade, como a unidade, a indivisibilidade e a intransmissibilidade (AMARAL, 2003, p. 339).

Não se sustenta a teoria personalista, pois, diferentemente da capacidade, o patrimônio não constitui pressuposto à condição de pessoa (CEOLIN, 2003, p. 49). Ora, “é a capacidade para adquirir direitos e obrigações que emana da personalidade, apresentando-se indivisível, intransmissível, una e inseparável da pessoa” (CEOLIN, 2003, p. 46). Além do mais, as características atribuídas pela teoria clássica ao patrimônio nem sempre se fazem presentes. Nesse sentido, no que toca à intransmissibilidade e à indivisibilidade, por exemplo, admite-se o fracionamento e a transmissão do patrimônio na partilha de bens oriundos de herança. Também no que tange à unicidade, verifica-se que relativamente aos bens impenhoráveis há formação de um patrimônio especial, distinto e separado do ordinário da pessoa, sendo o especial dotado de uma finalidade, protegida pela lei, que consiste em garantir a subsistência mínima de seu titular (CEOLIN, 2003, p. 83).

As massas patrimoniais separadas ou afetas a determinadas finalidades e, ainda, aquelas que servem de garantia aos credores dotados de certas qualidades podem ser constituídas conforme o caso e de acordo com as previsões da lei. Destaca-se que a separação de um conjunto de bens e direitos para a satisfação de uma ou mais categorias de credores pode desencadear um monitoramento mais cuidadoso destes sobre as atividades do devedor (IAMICELI, 2003, p. 148-149).

Nesse ponto, lança-se o patrimônio separado como fenômeno cuja ocorrência somente pode decorrer expressamente de disposição legal (CEOLIN, 2003, p. 99), tendo em vista que

consiste em limitação ao patrimônio ordinário total do devedor como garantia geral de todos os seus credores (CEOLIN, 2003, p. 127). Ora, a principal vantagem de criar um patrimônio em destacado é exatamente limitar a responsabilidade, fazendo com que os riscos da atividade a que se destina recaiam somente sobre esse e não mais sobre o patrimônio geral das pessoas que o instituíram. Nessa perspectiva, é a lei em sentido estrito que cria ou autoriza a criação de um patrimônio separado ou de afetação, permitindo, nos termos em que resolver fixar, a limitação da responsabilidade e da garantia geral dos credores (CASTRO, 2017, p. 340)⁴².

No caso dos fundos, observa-se que o patrimônio que lhe é próprio é a precípua garantia de seus credores. Há, entretanto, a já mencionada possibilidade de que os investidores sejam chamados a aportar recursos adicionais em caso de patrimônio líquido negativo. Em relação a eventual credor de investidor, a ação de cobrança somente poderá atingir as quotas do fundo de titularidade desse último. Ora, as quotas do fundo integram o patrimônio pessoal dos quotistas, podendo ser, então, penhoradas para satisfação de dívidas pessoais (CASTRO, 2017, p. 334).

Pode ocorrer que a limitação da responsabilidade no sentido de que venha a ser afetado somente determinado patrimônio separado seja acompanhada da constituição de uma pessoa jurídica. Os fundos de investimento são desprovidos de personalidade jurídica⁴³ e, assim, não se encaixam na definição de nenhuma das pessoas de direito privado previstas taxativamente pelo

⁴²Como exemplo, cita-se o regime de afetação previsto na lei que dispõe sobre incorporações imobiliárias. BRASIL. Lei n. 4.591/1964. Art. 31-A. *A critério do incorporador, a incorporação poderá ser submetida ao regime da afetação, pelo qual o terreno e as acessões objeto de incorporação imobiliária, bem como os demais bens e direitos a ela vinculados, manter-se-ão apartados do patrimônio do incorporador e constituirão patrimônio de afetação, destinado à consecução da incorporação correspondente e à entrega das unidades imobiliárias aos respectivos adquirentes. §1º O patrimônio de afetação não se comunica com os demais bens, direitos e obrigações do patrimônio geral do incorporador ou de outros patrimônios de afetação por ele constituídos e só responde por dívidas e obrigações vinculadas à incorporação respectiva. (...).*

⁴³COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014, Art. 61. *O fundo deve ter escrituração contábil própria, devendo as suas contas e demonstrações contábeis ser segregadas das do administrador. Art. 66. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre: I – as demonstrações contábeis apresentadas pelo administrador; II – a substituição do administrador, gestor ou custodiante do fundo; III – a fusão, a incorporação, a cisão, a transformação ou a liquidação do fundo; IV – o aumento da taxa de administração, da taxa de performance ou das taxas máximas de custódia; V – a alteração da política de investimento do fundo; VI – a emissão de novas cotas, no fundo fechado; VII – a amortização e o resgate compulsório de cotas, caso não estejam previstos no regulamento; VIII – a alteração do regulamento, ressalvado o disposto no art. 47. Art. 139, §4º, III – existência de ações judiciais pendentes, em que o fundo figure no polo ativo ou passivo; ou (...).* Apesar de não possuírem personalidade jurídica, observa-se que os fundos devem possuir escrituração contábil própria e órgão de representação dos investidores/quotistas (Assembleia Geral de Quotistas), e podem figurar como partes processuais.

Código Civil, quais sejam: associações, sociedades, fundações, organizações religiosas, partidos políticos e empresas individuais de responsabilidade limitada (Eireli)⁴⁴.

Apesar disso, concretiza-se o fundo como um patrimônio de afetação, dotado de autonomia em relação ao patrimônio geral dos investidores, e sua existência decorre, por exemplo, das disposições da Lei n. 8.668/1993, que regula os fundos de investimento imobiliário, da Lei n. 11.478/2007, que regula duas categorias de fundos de investimento em participações, e das instruções editadas pela CVM, autorizada pela Lei n. 6.385/1976. Nesse sentido, “o fundo é um patrimônio com destino específico, abrangendo elementos ativos e passivos vinculados a um certo regime, que os une, mediante afetação dos bens a determinadas finalidades, que justifique a adoção de um regime jurídico próprio” (WALD, 1990, p. 9).

Observa-se que há, na constituição de um patrimônio separado que se materializa no fundo, uma finalidade de promoção de investimentos protegida pela regulação e por um regime jurídico de Direito Empresarial, além das disposições estabelecidas no respectivo regulamento.

2.4.4 As dimensões objetiva e subjetiva dos fundos

O fundo de investimento, por vezes, é tratado como o próprio patrimônio destacado, constituído pelos investidores através de suas contribuições, apresentando-se, então, em seu aspecto objetivo. Em outros momentos, mostra-se como sujeito de direitos e deveres, titular de um patrimônio.

Ora, a verdade é que, no momento em que se iniciam as atividades de investimento e desinvestimento, o fundo assume o caráter de sujeito de direitos, pois participa das relações jurídicas como titular de direitos e deveres (AMARAL, 2003, p. 217). O patrimônio constituído pelos investidores passa a existir em nome desse sujeito. A capacidade para adquirir direitos e contrair obrigações é atribuída à administradora e à gestora, mas essas, ao assumirem suas funções, agem em nome do fundo, representando-o.

Como exemplo que aponta para a existência do fundo como sujeito titular de direitos e deveres, observa-se que a administradora pode contratar terceiros para a prestação de serviços que envolvem atividades de tesouraria, escrituração da emissão e resgate de quotas e consultoria de

⁴⁴BRASIL. Código Civil (2002). Art. 44. *São pessoas jurídicas de direito privado: I – as associações; II – as sociedades; III – as fundações; IV – as organizações religiosas; V – os partidos políticos; VI – as empresas individuais de responsabilidade limitada.*

investimentos, sendo tais contratações realizadas em nome do fundo. Também a gestora adquire no mercado, em nome do fundo, títulos e valores mobiliários que passam a ser de titularidade deste⁴⁵.

Como mencionado, o fundo pode figurar como parte em relação processual, sendo para tanto representado pela administradora⁴⁶. Além disso, figura como sócio, titular de ações e quotas de sociedades empresárias por ele investidas⁴⁷, ocasião em que a gestora exerce, em nome do fundo, o direito de voto decorrente dessas ações e quotas.

Tratando-se de Fundo de Investimento em Participações (FIP), o artigo 5º da Instrução CVM n. 578⁴⁸ prevê sua participação na política e na gestão das sociedades por ele investidas, destacando-se mais uma vez, portanto, o aspecto subjetivo. Todos os negócios praticados em nome do fundo, a titularidade de valores mobiliários, bem como os direitos políticos e patrimoniais decorrentes da posição de sócio por ele ocupada, apontam para sua existência enquanto sujeito titular de direitos e deveres.

⁴⁵COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 78, §2º *O administrador pode contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços para o fundo, com a exclusão de quaisquer outros não listados: I – gestão da carteira do fundo; II – consultoria de investimentos, inclusive aquela de que trata o art. 84; III – atividades de tesouraria, de controle e processamento de ativos financeiros; IV – distribuição de cotas; V – escrituração de emissão e resgate de cotas; VI – custódia de ativos financeiros; VII – classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito; e VIII – formador de mercado. §3º A gestão da carteira do fundo é a gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos financeiros dela integrantes, desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteiras de valores mobiliários pela CVM, tendo poderes para: I – negociar e contratar, em nome do fundo de investimento, os ativos financeiros e os intermediários para realizar operações em nome do fundo, bem como firmar, quando for o caso, todo e qualquer contrato ou documento relativo à negociação e contratação dos ativos financeiros e dos referidos intermediários, qualquer que seja a sua natureza, representando o fundo de investimento, para todos os fins de direito, para essa finalidade; e II – exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto do fundo.*

⁴⁶BRASIL. Cf. Decisão judicial proferida pelo TJ-RJ - RI: 00051616320128190002/RJ 0005161-63.2012.8.19.0002, Des. Relatora: Marcia Maciel Quaresma, Segunda Turma Recursal, Publicação: 17 out. 2013.

⁴⁷Exemplo: a sociedade empresária Prismo Soluções Tecnológicas Ltda., microempresa inscrita no CNPJ sob o n. 23.221.396/0001-00 tem como sócio o Fundo de Investimento em Participações RPEV1 Brazil Multiestratégia Investimento no Exterior. O quadro de sócios e administradores da Prismo pode ser acessado por meio da página da Receita Federal do Brasil na internet. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br>>. Acesso em: 10 fev. 2019.

⁴⁸COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 5º, caput. *O FIP, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, que deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.*

2.4.5 Regime jurídico de Direito Empresarial e regulação

Até aqui, verificou-se que o regime jurídico geral de Direito Civil previsto para os condomínios mostra-se insuficiente e contrastante à realidade e ao *modus operandi* dos fundos de investimento. Ademais, as teorias que se fundamentam em outras naturezas jurídicas também não se mostram adequadas. Por fim, uma análise histórica e do direito estrangeiro permite afirmar que, diferentemente do que se dá em outros países, o ordenamento jurídico pátrio não instituiu novos tipos societários, não ampliou os tipos existentes para abarcar os fundos, bem como não criou ou adotou novas modalidades jurídicas equivalentes ao *trust*.

É preciso compreender o contexto que envolve a atuação dos fundos no Brasil: o que são, como funcionam e como operam. Para tanto, toma-se como ponto de partida a Lei n. 6.385/1976, que criou a Comissão de Valores Mobiliários – CVM e regula o mercado de valores mobiliários, em conformidade com o poder regulador do estado brasileiro⁴⁹. A CVM disciplina e fiscaliza, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, atividades tipicamente desenvolvidas nesse mercado, citando, dentre elas, as atividades de emissão, distribuição, negociação, intermediação, custódia e administração profissional de carteiras de valores mobiliários. Continuamente, define, expressamente, as quotas de fundos de investimento como valores mobiliários, o que, evidentemente, atrai a incidência de suas normas às quotas, aos agentes envolvidos (quotistas, administradoras, gestores, custodiantes, distribuidores) e aos processos relacionados às atividades dos fundos.

A alegação de que a CVM não teria competência para instituir um tipo diferenciado de condomínio é a justificativa eleita por alguns juristas para adotar outras teorias quanto à sua natureza jurídica, a exemplo da teoria societária. É o que defende Carvalho (2012, p. 134) para quem a CVM, enquanto entidade autárquica reguladora, não poderia se afastar das disposições constantes no Código Civil para os condomínios.

Ocorre, entretanto, que, ao definir as quotas de fundo de investimento como sendo um valor mobiliário, a Lei n. 6.385/1976 fez incidir um regime jurídico próprio do Direito Empresarial, que, por óbvio, não corresponde integralmente ao regime jurídico civil. O que ocorre é verdadeira

⁴⁹BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil (1988). Art. 174. *Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado. §1º A lei estabelecerá as diretrizes e bases do planejamento do desenvolvimento nacional equilibrado, o qual incorporará e compatibilizará os planos nacionais e regionais de desenvolvimento. (...).*

modulação, afinal a quota do fundo não é fração ideal de copropriedade que se exerce sobre um bem ou conjunto de bens móveis ou imóveis, mas é valor mobiliário que representa uma unidade de direitos pessoais atribuídos ao investidor.

O fundo é constituído formalmente mediante a prática por uma pessoa jurídica administradora de um conjunto de atos determinados na lei (*lato sensu*), como elaboração de um regulamento, registro cartorial, inscrição no CNPJ e obtenção de autorização para funcionamento junto à CVM. Observa-se, ainda, que na relação entre quotistas e fundo há um vínculo de ordem legal, pois os direitos e deveres atribuídos aos quotistas, bem como ao fundo, decorrem das disposições normativas aplicáveis.

Mesmo que haja variação conforme se trate de um fundo Renda Fixa, de um Fundo de Investimento em Participações, ou de um Fundo de Investimento Imobiliário, por exemplo, os requisitos de enquadramento da carteira de valores mobiliários, a possibilidade de o fundo ser aberto ou fechado, a cobrança de taxa de performance pela pessoa jurídica administradora, a responsabilidade de quotistas em caso de patrimônio líquido negativo do fundo, dentre todas as demais regras essenciais ao funcionamento do fundo, estão previamente delineadas pelas normas jurídicas.

Assim, os quotistas têm pequena margem negocial em relação ao fundo, restando apenas a decisão sobre firmar ou não o contrato de subscrição de quota, cujas regras estão predeterminadas em regulamento elaborado sob a responsabilidade da pessoa jurídica administradora. Infere-se, portanto, a existência de um vínculo institucional, ou legal, entre quotistas e o fundo. Nesse ponto, verifica-se que a administradora, a partir da escolha por esse ou aquele tipo de fundo, também encontra limitações normativas sobre o que e como dispor.

Além disso, não há vínculo negocial entre quotistas do fundo, distanciando-se do que ocorre nas sociedades empresárias contratuais, nas quais há acordo firmado entre todos os sócios, estabelecendo deveres e direitos recíprocos e para com a sociedade. Realmente, os quotistas do fundo não celebram entre si contrato de sociedade, mas se encontram legalmente vinculados. Sobre esse aspecto há familiaridades com a comunhão presente nos condomínios, pois apesar de cada quotista ser titular de quotas, que representam fração ideal do patrimônio do fundo, alguns direitos apenas são exercidos em razão e por meio da comunhão. É assim que, para deliberar, por exemplo, sobre a substituição da administradora ou pela liquidação antecipada do fundo, o poder de decisão

é exercido em conjunto pelos quotistas reunidos em Assembleia, não podendo sê-lo por apenas um.

A comunhão própria dos fundos distingue-se, sobremaneira, da comunhão dos condomínios regulados pelo Código Civil, sendo que nos primeiros, além dos direitos que são exercidos individualmente por cada quotista em razão de suas respectivas frações ideais, há comunhão no que toca ao exercício de determinados direitos face ao fundo. Vê-se que não é uma comunhão sobre bens. Ademais, no condomínio, uma vez extinto o bem objeto da comunhão, extinto estará o condomínio, ao passo que no fundo mesmo o esvaziamento do patrimônio não é suficiente para extingui-lo, podendo ser exigido, inclusive, o aporte extraordinário de recursos pelos investidores.

Conclui-se que, apesar de chamados de condomínios, os fundos apenas podem ser assim entendidos como uma espécie diferenciada de condomínio, *sui generis*, de características próprias, decorrentes de modulação promovida pelo Direito Empresarial, enquanto ramo autônomo, sujeitando-se a um regime jurídico diferenciado.

2.5 Fundos de investimento: aspectos gerais de constituição e funcionamento

No aspecto formal, a existência de um fundo de investimento inicia-se por ato da administradora que leva a registro cartorial um instrumento de constituição e o competente regulamento. Do momento do registro em cartório até o início do funcionamento, os passos são os seguintes: a administradora registra em Cartório de Títulos e Documentos o instrumento de constituição e o regulamento, devendo apresentar, ainda, uma declaração de que aprova a primeira emissão de quotas. O regulamento do fundo deverá conter as regras aplicáveis e informações relevantes, como: a qualificação da administradora, do gestor e do custodiante de ativos; se o fundo é aberto ou fechado; seu prazo de duração; a política de investimentos adotada; as taxas de administração, performance, custódia e demais despesas; as regras para resgate, amortização de quotas e distribuição de resultados; o público alvo; o intervalo para atualização do valor da quota, se for o caso; o exercício social do fundo; a identificação de fatores de risco; prazos para a integralização de quotas pelos investidores e formas de comunicação adotadas pela administradora⁵⁰.

⁵⁰COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 2º, XLII - regulamento: é o documento de constituição do fundo de investimento que contém, no mínimo, as disposições obrigatórias previstas nesta Instrução.

Seguindo ao registro em Cartório, deve ser providenciada a inscrição do fundo no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ). Apesar de não ser uma pessoa jurídica, a inscrição do fundo de investimento no CNPJ interessa à administração tributária dos entes da federação. A solicitação é realizada por meio de aplicativo “Coleta Web” disponibilizado em página da Receita Federal do Brasil - RFB na internet. O preenchimento e envio dos dados consiste no pedido, gerador de um Documento Básico de Entrada – DBE ou Protocolo de Transmissão, cujo deferimento cabe a qualquer unidade cadastradora da Receita⁵¹.

Com a obtenção do CNPJ, a administradora deverá submeter à CVM para registro e obtenção da autorização para funcionamento: o regulamento; a declaração de que o fundo está em acordo com a legislação; os dados do registro cartorial; a declaração de que firmou contratos de prestação de serviços em nome do fundo e de que estes se encontram à disposição da CVM para

Art. 44. O fundo é regido pelo regulamento, que deve, obrigatoriamente, dispor sobre: I – a qualificação do administrador do fundo, com informação sobre seu registro perante a CVM; II – quando for o caso, referência à qualificação do gestor da carteira do fundo, com informação sobre o seu registro perante a CVM; III – qualificação do custodiante, com informação sobre o seu registro perante a CVM; IV – espécie do fundo, se aberto ou fechado; V – prazo de duração, se determinado ou indeterminado; VI – política de investimento, de forma a caracterizar a classe do fundo, em conformidade com o disposto no art. 108; VII – taxa de administração, fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido (base 252 dias); VIII – taxa de performance, de ingresso e de saída, observado o disposto nos arts. 86 e seguintes; IX – taxa máxima de custódia, expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo; X – demais despesas do fundo, em conformidade com o disposto no art. 132; XI – condições para a aplicação e o resgate de cotas, inclusive quanto ao disposto no art. 16, §1º; XII – condições para recebimento de aplicações e pedidos de resgates nos feriados estaduais e municipais; XIII – distribuição de resultados compreendendo os prazos e condições de pagamento; XIV – público alvo; XV – intervalo para a atualização do valor da cota, quando for o caso; XVI – exercício social do fundo; XVII – identificação dos fatores de risco do fundo; e XVIII – a forma de comunicação que será utilizada pelo administrador, em conformidade com o disposto no art. 10. Parágrafo único. Na definição da política de investimento exigida no inciso VI do caput, devem ser prestadas informações sobre: I – o percentual máximo de aplicações em ativos financeiros de emissão do administrador, gestor ou de empresa a eles ligada, observado o disposto no art. 102 desta Instrução; II – o percentual máximo de aplicação em cotas de fundos de investimento administrados pelo administrador, gestor ou por empresa a eles ligada; III – o percentual máximo de aplicação em ativos financeiros de um mesmo emissor, observados os limites do art. 102 desta Instrução; e IV – a possibilidade, se for o caso, de o fundo realizar operações em valor superior ao seu patrimônio, com a indicação de seus níveis de alavancagem, observados os conceitos do item 3 da lâmina.

⁵¹BRASIL. Instrução normativa da Receita Federal n. 1.863/2018. Art. 2º O CNPJ compreende as informações cadastrais das entidades de interesse das administrações tributárias da União, dos estados, do Distrito Federal e dos municípios. Parágrafo único. Compete à Secretaria da Receita Federal do Brasil (RFB) a administração do CNPJ. Art. 4º São também obrigados a se inscrever no CNPJ: (...) V – clubes e fundos de investimento, constituídos segundo as normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM); (...). Art. 11. A competência para deferir atos cadastrais no CNPJ é de qualquer unidade cadastradora da RFB. Parágrafo único. A competência de que trata o caput é: I da unidade cadastradora da RFB na qual a solicitação tenha sido protocolada, no caso de atos registrados, atos legais ou atos praticados por entidades cujas naturezas jurídicas não sejam passíveis de registro em órgão conveniente; e II- no âmbito dos convenientes, das unidades designadas no convênio firmado com a RFB.

análise; o nome do auditor independente; o número de CNPJ; e a lâmina de informações essenciais, se for o caso⁵².

Cumpridos os procedimentos acima, o fundo iniciará suas atividades procedendo a distribuição de suas quotas, que deve ser realizada por instituições integrantes do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários e pode se dar exclusivamente por meios eletrônicos. No caso dos fundos abertos, a distribuição de quotas independe de prévio registro na CVM.⁵³ Tratando-se de fundo fechado, em regra, a distribuição depende de prévio registro e quando destinada ao público em geral deve ser precedida de registro de oferta pública de distribuição nos termos da Instrução CVM n. 400/2003⁵⁴. Uma vez ofertadas e distribuídas, as quotas são, então, subscritas e integralizadas pelos investidores. As quotas dos fundos de investimento são nominativas e

⁵²COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 7º *O funcionamento do fundo depende do prévio registro na CVM, o qual será procedido por meio do envio, pelo administrador, dos documentos previstos no art. 8º, por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e considerar-se-á automaticamente concedido na data constante do respectivo protocolo de envio. Art. 8º O pedido de registro deve ser instruído com os seguintes documentos e informações: I – regulamento do fundo, elaborado de acordo com as disposições desta Instrução; II – declaração do administrador do fundo de que o regulamento do fundo está plenamente aderente à legislação vigente; III – os dados relativos ao registro do regulamento em cartório de títulos e documentos; IV – declaração do administrador do fundo de que firmou os contratos mencionados no art. 78, se for o caso, e de que estes se encontram à disposição da CVM; V – nome do auditor independente; VI – inscrição do fundo no CNPJ; e VII – lâmina de informações essenciais, elaborada de acordo com o Anexo 42 desta Instrução, no caso de fundo aberto que não seja destinado exclusivamente a investidores qualificados. Parágrafo único. O campo “Taxa Total de Despesas” do item 4 e os itens 5, 7, 8 e 9 da lâmina de informações essenciais ficam dispensados de apresentação na instrução do pedido de registro do fundo e até que o fundo complete 1 (um) ano de operação.*

⁵³COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 17. *A distribuição de cotas de fundos abertos ou fechados deve ser realizada por instituições habilitadas para atuar como integrantes do sistema de distribuição. §1º A distribuição referida no caput pode ser realizada exclusivamente por meios eletrônicos. §2º O administrador é obrigado a: I – fornecer aos distribuidores todos o material de divulgação do fundo exigido pela regulamentação em vigor, respondendo pela exatidão das informações contidas no referido material; e II – informar aos distribuidores qualquer alteração que ocorra no fundo, especialmente se decorrente da mudança do regulamento, hipótese em que o administrador substituirá imediatamente o material de divulgação em poder dos distribuidores contratados. Art. 18. A distribuição de cotas de fundo aberto independe de prévio registro na CVM. Art. 19. É facultado ao administrador suspender, a qualquer momento, novas aplicações no fundo aberto, desde que tal suspensão se aplique indistintamente a novos investidores e cotistas atuais. §1º A suspensão do recebimento de novas aplicações em um dia não impede a reabertura posterior do fundo para aplicações. §2º O administrador deve comunicar imediatamente aos distribuidores sobre a eventual existência de fundos que não estejam admitindo captação. §3º No caso de fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais, o administrador está autorizado a suspender novas aplicações apenas para novos investidores.*

⁵⁴COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 20. *A distribuição de cotas de fundo fechado depende de prévio registro na CVM, ressalvadas as hipóteses de dispensa expressamente previstas em norma. Art. 21. A distribuição de cotas de fundo fechado destinado ao público em geral deve ser precedida de registro de oferta pública de distribuição nos termos da Instrução específica que regula ofertas públicas. Instrução n. 400/2003. Art. 2º Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deverá ser submetida previamente a registro na Comissão de Valores Mobiliários- CVM, nos termos desta Instrução.*

escriturais, em regra conferindo iguais direitos e obrigações aos quotistas, sendo mantidas em nome dos quotistas e sob responsabilidade da administradora do fundo⁵⁵.

Ainda distinguindo-se fundos abertos e fechados, nos primeiros os quotistas podem solicitar o resgate de suas quotas antes do término do prazo de duração previsto, enquanto nos fechados, as quotas são resgatadas pelo valor que lhes corresponde no patrimônio líquido do fundo, apenas ao término do prazo de duração previsto para ele⁵⁶. O resgate consiste em pagamento do valor das quotas para retirá-las definitivamente de circulação, ocasionando, portanto, a extinção do valor mobiliário em questão. A definição é apreendida no mesmo sentido do resgate relativo às ações de sociedades anônimas (LAMY FILHO; PEDREIRA, 2017, p. 192)⁵⁷.

No que toca à negociabilidade de quotas, nos fundos abertos não podem ser objeto de cessão ou transferência, exceto em casos de decisão judicial ou arbitral; operações de cessão fiduciária; execução de garantias; sucessão universal do investidor; dissolução de união estável ou divórcio que desencadeie a partilha de bens; ou transferência de administração ou portabilidade de planos de previdência tratando-se de fundos de pensão. Por sua vez, as quotas dos fundos fechados podem ser transferidas, mediante termo próprio assinado pelo cedente e pelo cessionário, ou por negociação em mercado organizado no qual tais quotas sejam admitidas à negociação.

⁵⁵COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 11. *As cotas do fundo correspondem a frações ideais de seu patrimônio, são escriturais, nominativas, e conferem iguais direitos e obrigações aos cotistas. §1º O valor da cota do dia é resultante da divisão do valor do patrimônio líquido pelo número de cotas do fundo, apurados, no encerramento do dia, assim entendido, para os efeitos desta Instrução, como o horário de fechamento dos mercados em que o fundo atue. §2º Quando se tratar de fundo que atue em mercado no exterior, o encerramento do dia pode ser considerado como o horário de fechamento de um mercado específico indicado no regulamento. Art. 90. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: I – diligenciar para que sejam mantidos, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem: a) o registro de cotistas; b) o livro de atas das assembleias gerais; c) o livro ou lista de presença de cotistas; d) os pareceres do auditor independente; e) os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo; e f) a documentação relativa às operações do fundo. (...).*

⁵⁶COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 4º *O fundo pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas conforme estabelecido em seu regulamento, ou fechado, em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo.*

⁵⁷BRASIL. Lei n. 6.404/1976. Art. 44, §1º *O resgate consiste no pagamento do valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação, com redução ou não do capital social, mantido o mesmo capital, será atribuído, quando for o caso, novo valor nominal às ações remanescentes.*

2.6 Fundos restritos

Alguns fundos contêm em seus regulamentos limitações quanto aos sujeitos que podem figurar como investidores. Por essa razão, são chamados de restritos, pois admitem como quotistas apenas **investidores profissionais ou qualificados**.

São considerados investidores profissionais: as instituições financeiras e outras autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar; pessoas naturais ou jurídicas com investimentos financeiros em valor superior a dez milhões de reais, desde que atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante a assinatura de termo próprio; fundos de investimento, clubes de investimento com carteira gerida por pessoa autorizada pela CVM; agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a recursos próprios; além dos investidores não residentes⁵⁸.

Por sua vez, consideram-se investidores qualificados: os investidores profissionais, as pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a um milhão de reais e atestem por escrito essa condição; pessoas naturais que sejam agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus próprios recursos, desde que aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuidoras de certificações pela CVM; clubes de investimento cuja carteira seja gerida por quotistas que sejam investidores qualificados⁵⁹.

⁵⁸COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 539/2013. Art. 9º-A. São considerados investidores profissionais: I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A; V – fundos de investimento; VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizados 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. Investidor não residente, nos termos do artigo 2º da Instrução CVM n. 560/2015 é o investidor, individual ou coletivo, as pessoas físicas ou jurídicas, fundo ou outra entidade de investimento coletivo, com residência, sede ou domicílio no exterior.

⁵⁹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 539/2013. Art. 9º-B. São considerados investidores qualificados: I – investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B. III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores

Tanto os fundos restritos a investidores qualificados quanto os restritos a investidores profissionais submetem-se e fazem jus, conforme haja previsão nos regulamentos, a regras e possibilidades que em geral não são aplicáveis aos demais tipos de fundos de investimento. Assim, podem admitir a utilização de ativos financeiros na integralização e no resgate de quotas; são dispensados na distribuição de quotas, tratando-se de fundos sob condomínio fechado, da elaboração de prospecto e da publicação de anúncio de início e de encerramento da distribuição; podem cobrar taxas de performance (taxa prevista no regulamento de alguns fundos a ser paga pelos quotistas a depender do êxito de rendimentos atingidos pelo fundo); podem estabelecer prazos diversos dos previstos na Instrução CVM n. 555/2014 para a conversão de quotas e pagamento de resgates; e podem prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se em relação a operações com ativos da carteira, bastando a concordância de quotistas que representem no mínimo 2/3 das quotas do fundo.⁶⁰

Abordando especificamente os fundos restritos a investidores qualificados, é certo que tal restrição deve ser explicitada em regulamento, deixando bem claro que somente podem investir e, portanto, tornarem-se quotistas do fundo, aqueles que se enquadrarem nessa modalidade. Todavia, por expressa autorização da Instrução CVM n. 555/2014, poderão também ser admitidos como quotistas os empregados e sócios de instituições administradoras ou gestoras do fundo ou sociedades a elas ligadas, desde que com autorização do diretor responsável pela instituição perante a CVM.⁶¹ Ressalta-se que o próprio fundo de investimento restrito a investidores qualificados é considerado um investidor qualificado.

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. Art. 9º-C Os regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios são considerados investidores profissionais ou investidores qualificados apenas se reconhecidos como tais conforme regulamentação específica do Ministério da Previdência Social.

⁶⁰COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 125. *O fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, desde que previstos em seu regulamento, pode: I – admitir a utilização de ativos financeiros na integralização e resgate de cotas, com o estabelecimento de critérios detalhados e precisos para adoção desses procedimentos; II – dispensar, na distribuição de cotas de fundos fechados, a elaboração de prospecto e a publicação de anúncio de início e de encerramento de distribuição; III – cobrar taxas de administração e de performance, conforme estabelecido em seu regulamento, sem prejuízo do disposto no inciso I do art. 88; IV – estabelecer prazos para conversão de cota e para pagamento dos resgates diferentes daqueles previstos nesta Instrução; e V – prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se de qualquer outra forma, em nome do fundo, relativamente a operações direta ou indiretamente relacionadas à carteira do fundo, sendo necessária a concordância de cotistas representando, no mínimo, dois terços das cotas emitidas pelo fundo. Art. 129. O fundo destinado exclusivamente a investidores profissionais pode, desde que previsto em seu regulamento, utilizar-se das faculdades descritas nos incisos do art. 125 e, ainda, das seguintes: (...).*

⁶¹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 124. *É permitida a permanência e a realização de novas aplicações em fundos para investidores qualificados, de cotistas que não se enquadrem nos*

Os fundos sob análise têm maior flexibilidade em relação aos limites de investimento permitidos por modalidade de ativo. Os limites por modalidade de ativo são em geral aplicáveis aos fundos de investimento, determinando percentuais do patrimônio que devem ser voltados para aquisição deste ou daquele tipo de título ou valor mobiliário.⁶² Nos fundos restritos a qualificados, há, ainda, facilitação para o registro de distribuição de quotas, vez que, se tratando de fundos fechados, o registro é automaticamente concedido com o simples envio de determinados documentos à CVM por meio de sua página na internet.⁶³

Ademais, os fundos restritos a investidores qualificados podem realizar aplicações de forma ilimitada no exterior, quando cumpridas determinadas exigências da Instrução CVM n. 555/2014, quais sejam: sua política de investimentos deve prever que no mínimo 67% de seu patrimônio líquido seja composto por ativos financeiros no exterior; seja observada a classificação Renda Fixa, Ações, Cambial ou Multimercado; ao aplicar recursos no exterior o gestor e a administradora devem assegurar condições especiais de regulação, supervisão e apresentação de documentos; e deve constar em regulamento uma descrição dos ativos que o fundo pretende adquirir, detalhando região geográfica de emissão, aspectos concernentes ao risco, dentre outras informações. Nesse caso, o fundo conterà o sufixo “Investimento no Exterior” em sua denominação⁶⁴.

requisitos previstos em norma específica, desde que tais cotistas tenham ingressado em concordância com os critérios de admissão anteriormente vigentes. Parágrafo único. Podem ser admitidos como cotistas de um fundo para investidores qualificados os empregados ou sócios das instituições administradoras ou gestoras deste fundo ou sociedades a elas ligadas, desde que expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM.

⁶²COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 126. Os limites estabelecidos nos incisos I e II do art. 103, e §§ 6º e 7º do art. 119 são computados em dobro nos fundos de investimento de que trata este Capítulo.

⁶³COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 22. O registro de distribuição de cotas de fundo fechado destinado exclusivamente a investidores qualificados é automaticamente concedido com o envio dos seguintes documentos e informações através do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores: I – material de divulgação a ser utilizado durante a distribuição das cotas; II – informação quanto ao número máximo e mínimo de cotas a serem distribuídas, o valor da emissão e outras informações relevantes sobre a distribuição; III – informação quanto à data de início e encerramento da distribuição; e IV – declaração do administrador de que foi firmado o contrato de distribuição com intermediário e de que se encontra à disposição da CVM, quando for o caso. (...).

⁶⁴COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 101, §1º Os fundos de investimento exclusivamente destinados a investidores qualificados podem aplicar a totalidade dos seus recursos no exterior, desde que: I – sua política de investimento determine que, no mínimo 67% (sessenta e sete por cento) de seu patrimônio líquido seja composto por ativos financeiros no exterior; II – seja observada a classificação de que trata o art. 108; III – ao aplicar recursos em fundos ou veículos de investimento no exterior, o gestor e o administrador, nas suas respectivas esferas de atuação, assegurem-se de que as condições constantes do Anexo 101 foram atendidas; IV – disponha pormenorizadamente, em seu regulamento, sobre os diferentes ativos que pretende adquirir no exterior, indicando: a) a região geográfica em que foram emitidos; b) se a sua gestão é ativa ou passiva; c) se é permitida

De forma análoga à regra descrita para os fundos restritos a investidores qualificados, nos restritos à investidores profissionais o regulamento deve ser expresso quanto à destinação restrita do fundo à investidores que assim se enquadrem. O próprio fundo será considerado um investidor profissional e nele também poderão ser admitidos como quotistas os empregados e sócios de suas instituições administradoras ou gestoras ou empresas ligadas. Além disso, poderão ingressar como quotistas pessoas relacionadas ao investidor profissional por vínculo familiar ou por societário familiar, desde que no mínimo 90% das quotas do fundo sejam detidas por tais investidores.⁶⁵

Dentre as vantagens e faculdades concedidas aos fundos restritos, além daquelas já descritas, os fundos restritos a investidores profissionais podem até mesmo deixar de se submeter a limitações de concentração por modalidade de ativos e de concentração por emissor. É possível, ainda, deixarem de observar regras aplicáveis às administradoras em relação à prestação de informações e documentos à CVM. Podem realizar aplicações de forma ilimitada no exterior, recebendo o sufixo “Investimento no Exterior” em sua denominação, e em qualquer fundo de investimento registrado na CVM. Mesmo com todas essas dispensas e especificidades, precisam observar a classificação em Renda Fixa, Ações, Cambial ou Multimercado e manter suas respectivas carteiras adequadas à sua classificação e política de investimentos.⁶⁶

Um fundo restrito a investidores profissionais será chamado “**exclusivo**” se receber aplicações de um único quotista. O exclusivo poderá utilizar regras do artigo 16, §1º da Instrução

compra de cotas de fundos e veículos de investimento no exterior; d) o risco a que estão sujeitos; e e) qualquer outra informação que julgue relevante; e V – incluam o sufixo “Investimento no Exterior” em sua denominação. §2º As aplicações em ativos financeiros no exterior não são cumulativamente consideradas no cálculo dos correspondentes limites de concentração por emissor e por modalidades de ativo financeiro aplicáveis aos ativos domésticos.

⁶⁵COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 128. *É permitida a permanência e a realização de novas aplicações em fundos para investidores profissionais, de cotistas que não se enquadrem nos requisitos previstos em norma específica, desde que tais cotistas tenham ingressado em concordância com os critérios de admissão anteriormente vigentes. Parágrafo único. Podem ser admitidos como cotistas de fundo para investidores profissionais: I – os empregados ou sócios das instituições administradoras ou gestoras deste fundo ou empresas a ela ligadas, desde que expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM; e II – investidores relacionados a investidor profissional por vínculo familiar ou vínculo societário familiar, desde que no mínimo 90% (noventa por cento) das cotas do fundo em que se pretenda ingressar sejam detidas por tais investidores.*

⁶⁶COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 129. *O fundo destinado exclusivamente a investidores profissionais pode, desde que previsto em seu regulamento, utilizar-se das faculdades descritas nos incisos do art. 125 e, ainda, das seguintes: I – não observância das limitações de modalidade de ativo financeiro e os limites de concentração por emissor estabelecidas nos arts. 102 e 103; II – aplicação de forma ilimitada no exterior, nos termos do art. 101, inciso I, “b”, III – não observância das obrigações constantes dos incisos I a V do art. 56; e IV – aplicação dos seus recursos em qualquer fundo de investimento registrado na CVM. §1º O uso das faculdades previstas neste artigo não dispensa o fundo de observar a classificação de que trata o art. 108 e de manter sua carteira adequada a tal classificação e à sua política de investimento. §2º O uso da faculdade constante no inciso III não exime o administrador: I – do cumprimento das obrigações de que trata o art. 59; e II – da obrigação de disponibilizar a demonstração de desempenho a seus cotistas, sempre que demandado.*

CVM n. 555/2014 para cálculo de quotas quando da emissão ou do resgate, ou seja, pelo valor do dia anterior, atualizado em um dia. Essa faculdade não é válida caso o fundo tenha como quotista outro fundo de investimento que não esteja autorizado a utilizar a mesma faculdade⁶⁷.

2.7 Classificação dos fundos de investimento

De acordo com a classificação do fundo de investimento, será possível ou não a aplicação de recursos em determinados títulos e valores mobiliários. Assim, a Instrução CVM n. 555/2014 classifica os fundos de investimento em **Fundos Renda Fixa, Fundos de Ações, Fundos Cambiais e Fundos Multimercado**⁶⁸.

Nos Fundos Renda Fixa, no mínimo 80% da carteira deve ser composta de ativos de renda fixa, para os quais o risco é a variação da taxa de juros e/ou algum índice de preços. Conforme o caso, o Fundo Renda Fixa pode receber acréscimo de alguns sufixos em sua denominação. Assim, é possível que o fundo seja nomeado, por exemplo, “Renda Fixa - Curto Prazo”, como quando se tratar de fundo que aplica seus recursos em títulos públicos federais ou indexados à taxa SELIC cujos vencimentos sejam de no máximo 375 dias, com vencimento médio da carteira inferior a 60 dias.

Serão denominados Renda Fixa Simples quando, constituídos sob a forma de condomínio aberto, destinarem no mínimo 95% de seu patrimônio líquido à aquisição de ativos como títulos da dívida pública federal e títulos de renda fixa de emissão de instituições financeiras cuja

⁶⁷COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 130. Considera-se “Exclusivo” o fundo para investidores profissionais constituído para receber aplicações exclusivamente de um único cotista. §1º Na emissão e no resgate de cotas do fundo exclusivo pode ser utilizado o valor de cota apurado de acordo com o disposto no §1º do art. 16, segundo dispuser o regulamento. §2º O disposto no §1º não se aplica caso o fundo exclusivo tenha como cotista outro fundo de investimento que não esteja autorizado a utilizar a faculdade prevista no §1º do art. 16. Art. 16. Na emissão das cotas do fundo deve ser utilizado o valor da cota do dia ou do dia seguinte ao da data da aplicação, segundo o disposto no regulamento. §1º O regulamento do fundo pode estabelecer que o valor da cota do dia será calculado a partir do patrimônio líquido do dia anterior, devidamente atualizado por 1 (um) dia, quando se tratar dos fundos de investimento: I – classificados, na forma do art. 109, como “Renda Fixa”; ou II – registrados como “Exclusivos” ou “Previdenciários”, na forma dos arts. 130 e 131, respectivamente. §3º Para efeito do disposto no §1º, os eventuais ajustes decorrentes das movimentações ocorridas durante o dia devem ser lançados contra as aplicações ou resgates dos cotistas que efetuarem essas movimentações ou, ainda, contra o patrimônio do fundo, conforme dispuser o regulamento. §3º O fundo que realizar taxa de performance nos termos do art. 87, inciso III (método do ajuste) deve apurar o valor da cota do dia ou do dia seguinte ao da efetiva disponibilidade sempre antes de descontada a provisão para o pagamento da taxa de performance.

⁶⁸COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 108. Quanto à composição de sua carteira, os fundos de investimento e os fundos de investimento em cotas, classificam-se em: I – Fundo de Renda Fixa; II – Fundo de Ações; III – Fundo Multimercado; e IV – Fundo Cambial.

classificação de risco atribuída pelo gestor do fundo seja equivalente a atribuída pelo mesmo aos títulos da dívida pública federal. Nos fundos Renda Fixa Simples, é vedada a cobrança de taxa de performance, pois já há certa previsão acerca dos rendimentos financeiros que serão alcançados pelo fundo, dada a previsibilidade própria do acompanhamento da taxa SELIC, de tal forma que não se justificaria a cobrança por performance.

Para os Fundos Renda Fixa, o gestor deve proteger a carteira de riscos e volatilidades. Para ingresso dos quotistas num Fundo Renda Fixa Simples, não é necessária assinatura de termo de adesão e ciência de risco, tampouco é necessária a verificação de adequação do investimento ao perfil do cliente, na forma de regulamentação específica, salvo se esse cliente possuir outros investimentos no mercado de valores mobiliários, caso em que deverá ser alertado sobre o perfil de investimentos característico.

Nos Fundos Renda Fixa Dívida Externa, no mínimo, 80% do patrimônio líquido deve ser aplicado em títulos representativos da dívida externa da União. Finalmente, os Fundos Renda Fixa Referenciados devem adotar política de investimento que assegure que ao menos 95% do patrimônio líquido do fundo esteja investido em ativos que acompanham, direta ou indiretamente, determinado índice de referência. O fundo deve, então, incluir à sua denominação, além do sufixo “Referenciado” o nome do índice escolhido.⁶⁹

Distintamente, nos Fundos de Ações⁷⁰, o principal fator de risco dos ativos que compõem sua carteira é a variação de preços das ações admitidas à negociação no mercado organizado. Nesses fundos, no mínimo 67% do patrimônio líquido deve ser destinado à aquisição de ações, BDRs níveis II e III⁷¹, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósito de ações e quotas de fundos de ações ou fundos de índice de ações, sendo que, em qualquer caso, as ações diretamente adquiridas ou que lastreiam os demais valores mobiliários devem estar admitidas à negociação em mercado organizado. Para esses títulos e valores mobiliários não há limites de concentração por emissor, se prevista essa possibilidade pelo regulamento do fundo e desde que conste alerta aos quotistas de que o fundo pode estar exposto ao risco da concentração de suas aplicações em ativos financeiros de poucos emissores. Os recursos excedentes da carteira podem

⁶⁹BRASIL. Cf. Capítulo IX, Seção VI, Subseção I da Instrução CVM n. 555/2014 sobre os Fundos Renda Fixa.

⁷⁰BRASIL. Cf. Capítulo IX, Seção VI, Subseção II da Instrução CVM n. 555/2014, sobre os Fundos de Ações.

⁷¹Pode haver previsão de investimentos em BDR nível I, mas nesse caso o Fundo deverá ter em sua denominação o sufixo “Ações – BDR Nível I”. Aqui, incidem regras especiais, conforme destacado no §4º do artigo 115 da Instrução CVM n. 555/2014.

ser aplicados em quaisquer outros títulos e valores mobiliários, observados limites de concentração por modalidade de ativo definidos pela Instrução CVM n. 555/2014⁷².

Fundos de ações cuja política de investimentos preveja que no mínimo 2/3 de seu patrimônio líquido será destinado à aquisição de ações emitidas por companhias listadas em segmentos de negociação da bolsa de valores voltados para o Mercado de Acesso deverão usar em sua denominação o sufixo “Mercado de Acesso”. Tratando-se de Fundo de Ações Mercado de Acesso constituído sob a forma de condomínio fechado, poderá aplicar até 1/3 de seu patrimônio líquido em ações, debêntures, bônus de subscrição e outros valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações emitidos por companhias fechadas. Nesse caso, o fundo de ações deverá participar dos processos decisórios da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, como pela indicação de membros do Conselho de Administração, pela detenção de ações do bloco de controle, pela celebração de acordo de acionistas, dentre outros ajustes que assegurem ao fundo efetiva influência sobre a companhia investida, o que muito se assemelha à regra prevista para os Fundos de Investimento em Participações (FIP).

As companhias fechadas investidas pelo fundo deverão, obrigatoriamente, adotar algumas práticas de governança, conforme previsão expressa da Instrução CVM n. 555/2014. Assim, deverão, por exemplo, estabelecer mandato unificado de até dois anos para o Conselho de Administração, aderir à câmara de arbitragem para a resolução de conflitos societários e realizar auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores fiscais independentes registrados perante a CVM.

O regulamento do Fundo de Ações Mercado de Acesso constituído como condomínio fechado poderá prever a possibilidade de que o fundo compre suas próprias quotas no mercado desde que: (i) o valor de recompra seja inferior ao valor patrimonial da quota no dia imediatamente anterior; (ii) as quotas recompradas sejam canceladas e (iii) o volume de recompras não ultrapasse, em um período de 12 meses, 10% do total das quotas do fundo. Vedações previstas pela regulação para operações de recompra de quotas estão relacionadas a situações nas quais a operação pode, por exemplo, influenciar o regular o funcionamento do mercado ou, ainda, quando há finalidade exclusiva de obter ganhos financeiros a partir de variações já esperadas no preço das quotas ou quando a administradora ou gestor do fundo detém informações sobre as companhias investidas,

⁷²BRASIL. Cf. Instrução CVM n. 555/2014, art. 103, que dispõe sobre os limites por modalidade de ativo financeiro.

que não tendo sido divulgadas ao mercado, podem alterar substancialmente o valor das quotas ou influenciar a tomada de decisões dos investidores sobre comprar, vender ou manter suas respectivas quotas.

Nos Fundos Cambiais, o principal fator de risco da carteira é a variação de preços de moeda estrangeira ou a variação de cupom cambial. Nesses fundos, no mínimo 80% da carteira deve ser composta de ativos relacionados a esse fator de risco.⁷³ Finalmente, nos Fundos Multimercado a política de investimentos não envolve em especial um único fator de risco anteriormente mencionado. De fato, nesse tipo de fundo, as políticas de investimento envolvem vários fatores de risco, vez que podem destinar seu patrimônio ao mercado de ações, a títulos e valores mobiliários de renda fixa e outros emitidos no exterior.⁷⁴

2.7.1 Fundos de investimento destinados à aquisição de quotas de fundos de investimento

Além dos fundos de investimento cujas classes foram explicitadas acima, podem ser constituídos fundos que investem em quotas de fundos de investimento (FICFI). Muitos desses destinam seus recursos à aquisição de quotas de fundos restritos a investidores profissionais e/ou qualificados. Assim, investidores comuns podem, por meio do FICFI, indiretamente, usufruir das operações realizadas por fundos restritos a investidores qualificados e/ou profissionais.

O fundo de investimento em quotas de fundo de investimento precisa manter, no mínimo, 95% de seu patrimônio líquido investido em quotas de outros fundos de uma mesma classe, exceto quando se tratar de fundo de investimento em quotas de fundo de investimento classificado como Multimercado, que pode investir em quotas de fundos de classificações distintas. Observa-se que o FICFI será classificado conforme os fundos em que investir, devendo passar a constar em sua denominação a expressão “Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento” com o acréscimo da classificação dos fundos investidos⁷⁵. Poderá também investir em fundos que

⁷³BRASIL. Cf. Capítulo IX, Seção VI, Subseção III da Instrução CVM n. 555/2014, sobre os Fundos Cambiais.

⁷⁴BRASIL. Cf. Capítulo IX, Seção VI, Subseção IV da Instrução CVM n. 555/2014, sobre os Fundos Multimercado.

⁷⁵COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. *Art. 119, §3º Deve constar da denominação do fundo a expressão “Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento” acrescida da classe dos fundos investidos de acordo com regulamentação específica.*

invistam em valores mobiliários no exterior, desde que respeitados os limites concernentes à sua classe e público alvo.⁷⁶

O percentual de 5%, restante do patrimônio líquido do FICFI, pode ser mantido em depósitos em conta aberta em nome do fundo ou aplicado em títulos públicos federais, títulos de renda fixa emitidos por instituições financeiras, operações compromissadas, quotas de fundos de índice que reflitam variações e rentabilidade de índices de renda fixa e quotas de fundos Renda Fixa que atendam a determinadas especificações, inclusive a de conter como *benchmark* a variação das taxas de CDI ou SELIC.

Vale destacar que os limites de concentração por emissor⁷⁷ não se aplicam às quotas de fundos de investimento quando essas forem adquiridas por fundos de investimento em quotas de fundos de investimento. São, entretanto, vedadas aplicações em quotas de fundos estruturados, como em fundos de investimento em participações (FIP), fundos de investimento em quotas de fundos de investimento em participações (FICFIP), fundos de financiamento da indústria cinematográfica nacional (FUNCINE), fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), fundos de investimento imobiliários (FII), dentre outros, salvo exceções previstas na Instrução CVM n. 555/2014⁷⁸.

⁷⁶COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 119. *O fundo de investimento em cotas de fundos de investimento deve manter, no mínimo 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio investido em cotas de fundos de investimento de uma mesma classe, exceto os fundos de investimento em cotas classificados como “Multimercado”, que podem investir em cotas de fundos de classes distintas. §1º Os restantes 5% (cinco por cento) do patrimônio do fundo podem ser mantidos em depósitos à vista ou aplicados em: I – títulos públicos federais; II – títulos de renda fixa de emissão de instituição financeira; III – operações compromissadas; IV – cotas de fundos de índice que reflitam as variações e a rentabilidade de índices de renda fixa; V – cotas de fundos de investimento classificados como “Renda Fixa” que atendam ao disposto nos arts. 111, 112 e 113, observado que, especificamente no caso do art. 112, desde que o respectivo indicador de desempenho (benchmark) escolhido seja a variação das taxas de depósito interfinanceiro (“CDI”) ou SELIC.*

⁷⁷COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 119, §2º *Os limites de concentração por emissor previstos no art. 102 não se aplicam às cotas de fundos de investimento quando adquiridas por fundos de investimento em cotas de fundos de investimento.*

⁷⁸COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 119, §5º *Excepcionados os casos expressamente previstos nesta Seção, ficam vedadas as aplicações em cotas de: I – Fundos de Investimento em Participações; II – Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações; III – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social; IV - Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional; V - Fundos Mútuos de Privatização – FGTS; VI – Fundos Mútuos de Privatização – FGTS – Carteira Livre; VII – Fundos de Investimento em Empresas Emergentes; VIII – Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes – Capital Estrangeiro; IX – Fundos de Conversão; X – Fundos de Privatização – Capital Estrangeiro; XI – Fundos Mútuos de Ações Incentivadas; XII – Fundos de Investimento Cultural e Artístico; XIII – Fundos de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras; XIV – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados; XV – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; XVI – Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; e XVII – Fundos de Investimento Imobiliário.*

Há regras específicas para FICFI, conforme sejam ou não destinados exclusivamente a investidores qualificados. Assim, um fundo de investimento em quotas que não é destinado exclusivamente a investidores qualificados pode investir no máximo 20% de seu patrimônio líquido em quotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados e em quotas de FICFI destinados exclusivamente a investidores qualificados. Dentro desse limite, o fundo poderá investir até 5% de seu patrimônio líquido em quotas de fundos de investimento e em quotas de FICFI destinados exclusivamente a investidores profissionais.

Os fundos de investimento restritos a investidores profissionais, inclusive os exclusivos, podem aplicar recursos em quotas de qualquer fundo registrado na CVM, observados limites definidos em regulamento. O regulamento do FICFI deve especificar o percentual máximo do patrimônio líquido que poderá ser aplicado em quotas de um único fundo, além de dispor sobre a política de investimentos e a taxa de administração dos fundos nos quais pretende-se investir⁷⁹.

Os FICFI são obrigados a consolidar as aplicações dos fundos investidos, havendo dispensa dessa obrigação apenas em relação às aplicações realizadas em fundos geridos por terceiros não ligados à administradora ou gestor do fundo investidor e em fundos de índice negociados em mercados organizados. Para tal dispensa, deve haver, expressamente, no regulamento do FICFI vedação à aplicação de seus recursos em quotas de fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais.⁸⁰

2.7.2 Fundos de investimento estruturados

Os fundos de investimento estruturados⁸¹, regulados por instruções normativas específicas da CVM, são, por exemplo: os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) e os fundos

⁷⁹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 119, §9º *Os fundos de investimento em cotas classificados de acordo com o art. 130 e os fundos de investimento em cotas destinados exclusivamente a investidores profissionais podem adquirir cotas de qualquer fundo de investimento registrado na CVM, nos limites previstos nos seus regulamentos. Art. 121. O regulamento e a lâmina, se houver, do fundo de investimento em cotas deve especificar o percentual máximo do patrimônio que pode ser aplicado em um só fundo de investimento. §1º O regulamento do fundo de investimento em cotas deve dispor, também, acerca da política de investimento e da taxa de administração dos fundos em que pretenda investir. §2º O regulamento do fundo de investimento em cotas que aplicar seus recursos em um único fundo de investimento deve divulgar o somatório da taxa de administração do fundo de investimento em cotas e do fundo investido.*

⁸⁰As disposições sobre os Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento estão nos arts. 119 a 122 da Instrução CVM n. 555/2014.

⁸¹Denominação adotada pela própria CVM, conforme consta em seu portal digital na rede mundial de computadores. Disponível em: <www.cvm.gov.br/menu/regulados/fundos/sobre.html>. Acesso em: 02 dez. 2017

de investimento em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FICFIDC), regulados pela Instrução CVM n. 356/2001; os fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados (FIDC-NP), pela Instrução CVM n. 444/2006; os fundos de investimento na indústria cinematográfica (FUNCINE), pela Instrução CVM n. 398/2003; os fundos de investimento imobiliário, pela Instrução CVM n. 472/2008 e também pela Lei n. 8.688/1993; e os fundos de investimento em participações, pela Instrução CVM n. 578/2016. Esse último será objeto de estudo aprofundado ao longo do próximo capítulo.

3 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

3.1 Definição, registro e enquadramento

Para a apreender a definição do Fundo de Investimento em Participações (FIP), parte-se de seus elementos essenciais. Nesse sentido, no FIP, que é constituído sob a forma de condomínio fechado e restrito a investidores qualificados, a comunhão de recursos é especialmente destinada à aquisição de títulos e valores mobiliários que impliquem participação nas sociedades investidas. Aqui, ressalta-se o aspecto subjetivo do fundo, na medida em que este atua como sujeito de direitos e deveres, que: (i) adquire a condição de sócio; (ii) participa de processos decisórios; (iii) influencia na definição de políticas estratégicas; e (iv) influi nos atos de gestão⁸².

As investidas podem ser do tipo limitadas ou anônimas, de capital aberto ou fechado⁸³. No que tange à participação societária em sociedades limitadas, ressalta-se que o contrato de sociedade limitada é celebrado entre pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir com bens ou serviços para o exercício de atividade econômica voltada para a oferta de produtos ou serviços no mercado e a partilha entre si dos resultados⁸⁴. Nas limitadas, o capital social é dividido em quotas, sendo subscritas e integralizadas por sócios chamados quotistas, que ingressam mediante assinatura de um Contrato Social. Esse contrato e suas posteriores alterações devem ser objeto de registro na Junta Comercial competente, afinal a titularidade de quotas por um sujeito somente produz efeitos perante a sociedade e perante terceiros a partir da averbação do Contrato Social e suas alterações.

Apesar de assumir caráter mais institucional, menos pessoal e contratual, constituída e organizada mediante a realização de atos complexos descritos na Lei n. 6.404/1976 (DINIZ;

⁸²COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 5º *O FIP, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários, representativos de participação em sociedades limitadas, que deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.*

⁸³BRASIL. Lei n. 6.404/1976. Art. 4º, caput. *Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.*

⁸⁴BRASIL. Código Civil (2002). Art. 981, caput. *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.* No capítulo que trata das sociedades limitadas: Art. 1.055, §2º *É vedada contribuição que consista em prestação de serviços.* A exigência de que o sócio deva investir bens para a integralização do capital social não significa que ele não possa realizar serviços para a empresa se concretizar.

NEVES, 2017, p. 126), também na sociedade anônima, os sócios, pessoas físicas ou jurídicas, contribuem para a formação do capital social aportando bens que serão destinados à consecução da empresa. Observa-se, todavia, que o FIP, ainda que desprovido de personalidade jurídica, é aceito na condição de sócio: (i) desde a constituição da sociedade investida, oportunidade na qual subscreve e integraliza quotas ou ações emitidas para a formação do capital social, conforme seja uma limitada ou uma companhia; (ii) por aumento de capital em sociedade já existente; ou (iii) pela aquisição de quotas ou ações de titularidade de outros sujeitos.

Nos investimentos realizados pelos FIPs em companhias, abertas ou fechadas, destaca-se, ainda, a possibilidade de realização, pelo FIP que já figure na condição de sócio, de adiantamento para futuro aumento de capital (AFAC), o que é vedado tratando-se de sociedades limitadas investidas. Eventual adiantamento deve ser convertido em efetiva participação societária no prazo máximo de 12 doze meses⁸⁵.

Nas sociedades limitadas, a titularidade de quotas representativas do capital social pelo FIP se aperfeiçoa com o registro do contrato de constituição ou alteração contratual na Junta Comercial, instrumentos aos quais se dá publicidade. Já no caso das sociedades anônimas, a titularidade de ações é aferida a partir do registro no Livro de Registro de Ações Nominativas, processando-se a transferência no Livro de Transferência de Ações Nominativas, ambos arquivados na sede da companhia⁸⁶, ou por meio de débito e crédito em contas de depósito do alienante e do adquirente, caso em que as ações são escriturais⁸⁷.

⁸⁵COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 5º, §1º *O fundo pode realizar adiantamentos para futuro aumento de capital nas companhias abertas ou fechadas que compõem a sua carteira, desde que: I – o fundo possua investimento em ações da companhia na data da realização do referido adiantamento; II – essa possibilidade esteja expressamente prevista em seu regulamento, incluindo o limite do capital subscrito que poderá ser utilizado para a realização de adiantamentos; III – seja vedada qualquer forma de arrependimento do adiantamento por parte do fundo; e IV – o adiantamento seja convertido em aumento de capital da companhia investida em, no máximo, 12 meses.* No AFAC, o investidor transfere recursos à sociedade, recebendo, em contrapartida, a promessa de realização de futuro aumento de capital social, com emissão das quotas ou ações correspondentes em seu favor.

⁸⁶BRASIL. Lei n. 6.404/1976. Art. 31. *A propriedade das ações nominativas presume-se pela inscrição do nome do acionista no livro de “Registro de Ações Nominativas” ou pelo extrato que seja fornecido pela instituição custodiante, na qualidade de proprietária fiduciária das ações. §1º A transferência das ações nominativas opera-se por termo lavrado no livro de “Transferência de Ações Nominativas”, datado e assinado pelo cedente e pelo cessionário, ou seus legítimos representantes. §2º A transferência das ações nominativas em virtude de transmissão por sucessão universal ou legado, de arrematação, adjudicação ou outro ato judicial, ou por qualquer outro título, somente se fará mediante averbação no livro de “Registro de Ações Nominativas”, à vista de documento hábil, que ficará em poder da companhia. §3º Na transferência das ações nominativas adquiridas em bolsa de valores, o cessionário será representado, independentemente de instrumento de procuração, pela sociedade corretora, ou pela caixa de liquidação da bolsa de valores.*

⁸⁷BRASIL. Lei n. 6.404/1976. Art. 34, caput. *O estatuto da companhia pode autorizar ou estabelecer que todas as ações da companhia, ou uma ou mais classes delas, sejam mantidas em contas de depósito, em nome de seus titulares,*

A despeito de os quotistas do FIP não exercerem diretamente os direitos decorrentes da titularidade sobre as quotas e ações das sociedades empresárias investidas, o FIP deve fazê-lo, visando à valorização das quotas de seus investidores, já que esses aportam recursos para formar patrimônio especial a ser gerido profissionalmente com a expectativa de obtenção de rendimentos.

No que toca ao registro, nos procedimentos necessários para sua formalização, aplicam-se as mesmas regras previstas para os fundos em geral, sendo necessários: o registro cartorial, o cadastro no CNPJ e a submissão de documentos à CVM. O pedido de registro para funcionamento concedido pela CVM ocorre por meio de Sistema de Envio de Documentos disponível em página na internet e considera-se automaticamente concedido na data de seu protocolo⁸⁸.

Após a formalização, ocorre a emissão, oferta, distribuição, subscrição e integralização de quotas do FIP, ocasionando o seu surgimento concreto. A integralização de quotas pode ocorrer no momento da subscrição ou em tempo futuro, dentro de prazos e condições fixados no regulamento. Na integralização por etapas, o FIP efetuará chamadas de capital para aí então os investidores aportarem os recursos. Todas as condições, prazos e eventos ocasionadores das chamadas de capital devem constar no regulamento e os investidores assumirão previamente o compromisso de

na instituição que designar, sem emissão de certificados. §1º No caso de alteração estatutária, a conversão em ação escritural depende da apresentação e do cancelamento do respectivo certificado em circulação. §2º Somente as instituições financeiras autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários podem manter serviços de escrituração de ações e de outros valores mobiliários. §3º A companhia responde pelas perdas e danos causados aos interessados por erros ou irregularidades no serviço de ações escriturais, sem prejuízo do eventual direito de regresso contra a instituição depositária. Art. 35, caput. A propriedade da ação escritural presume-se pelo registro na conta de depósito das ações, aberta em nome do acionista nos livros da instituição depositária. §1º A transferência da ação escritural opera-se pelo lançamento efetuado pela instituição depositária em seus livros, a débito da conta de ações do alienante e a crédito da conta de ações do adquirente, à vista de ordem escrita do alienante, ou de autorização ou ordem judicial, em documento hábil que ficará em poder da instituição. §2º A instituição depositária fornecerá ao acionista extrato da conta de depósito das ações escriturais, sempre que solicitado, ao término de todo mês em que for movimentada e, ainda que não haja movimentação, ao menos uma vez por ano. §3º O estatuto pode autorizar a instituição depositária a cobrar do acionista o custo do serviço de transferência da propriedade das ações escriturais, observados os limites máximos fixados pela Comissão de Valores Mobiliários.

⁸⁸COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 2º. *O funcionamento do fundo depende de prévio registro na CVM, o qual será automaticamente concedido mediante o protocolo na CVM dos seguintes documentos e informações: I – ato de constituição e inteiro teor de seu regulamento, elaborado de acordo com as disposições desta Instrução, acompanhados de certidão comprobatória de seu registro em cartório de títulos e documentos; II – declaração do administrador do fundo de que firmou os contratos mencionados no art. 33, §2º, se for o caso, e de que estes se encontram à disposição da CVM; III – nome do auditor independente; IV – informação quanto ao número máximo e mínimo de cotas a serem distribuídas, o valor da emissão, todos os custos incorridos e outras informações relevantes sobre a distribuição; V – material de divulgação a ser utilizado na distribuição de cotas do fundo, inclusive prospecto, se houver; VI – qualquer informação adicional que venha a ser disponibilizada aos potenciais investidores; e VII – o número de inscrição do fundo no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica – CNPJ. Parágrafo único. Enquanto não estiver disponível sistema informatizado de concessão de registro automático e de recepção de documentos, o registro a que se refere o caput produzirá efeitos decorridos 10 (dez) dias úteis do protocolo do pedido na CVM.*

promover os aportes (“Compromisso de Investimento”). A somatória de recursos que são aportados pelos quotistas do FIP ao longo do tempo denomina-se “Capital Comprometido”⁸⁹.

O regulamento poderá estabelecer prazo para que os recursos comecem a ser destinados à aquisição de valores mobiliários a partir de cada chamada de capital.⁹⁰ Deverão ser observadas regras de enquadramento para a composição da carteira, de tal forma que no mínimo 90% do patrimônio líquido esteja investido em ações, valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações, valores mobiliários que impliquem em participação societária em sociedades limitadas, ou debêntures simples.

Para cálculo com efeitos de verificar o enquadramento, são acrescidos os seguintes valores: (i) os destinados ao pagamento de despesas do fundo, limitados a 5% do capital subscrito; (ii) os decorrentes de operações de desinvestimento, dentro de determinados períodos; (iii) os oriundos da alienação a prazo de valores mobiliários da carteira, e (iv) os aplicados em títulos públicos com objetivo de constituir garantia a contratos de financiamento de projetos de infraestrutura junto a instituições financeiras. Os últimos podem ser particularmente recorrentes em Fundos de Investimento em Participações da categoria Infraestrutura.

Observa-se que as debêntures simples constituem exceção à lógica de investimentos em valores mobiliários que impliquem em participação nas investidas. Por essa razão, os investimentos em tais debêntures estão limitados a no máximo 33% do total do capital subscrito do fundo, podendo ultrapassar esse limite os FIPs das categorias Infraestrutura (IE) ou Produção Econômica Intensiva em Pesquisa Desenvolvimento e Inovação (PD&I).

⁸⁹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 20. *A subscrição e a integralização de cotas devem atender aos termos e condições estipulados no regulamento do fundo. §1º O investimento pode ser efetivado por meio de instrumento mediante o qual o investidor fique obrigado, sob as penas nele expressamente previstas, a integralizar o valor do capital comprometido à medida que o administrador do fundo fizer chamadas, de acordo com prazos, processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos no respectivo instrumento. §2º Em até 10 (dez) dias úteis contados da integralização de cotas, o cotista deve receber comprovante de pagamento referente à respectiva integralização, conforme disposto no regulamento do fundo e no termo de compromisso, que será emitido pelo administrador ou pela instituição responsável pela escrituração das cotas do fundo. §3º A subscrição pode 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 – preço de subscrição. §4º A subscrição pode ser feita por meio de carta dirigida ao administrador, observadas as disposições deste artigo. (...).*

⁹⁰COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 9º *O regulamento do Fundo de Investimento em Participações deve dispor sobre: (...) IV – regras e critérios para a fixação de prazo para as aplicações a partir de cada integralização de capital, observado o disposto no §3º; (...) §3º O prazo máximo de que trata o inciso IV do caput não deve ultrapassar o último dia útil do 2º mês subsequente à data da primeira integralização de cotas por qualquer dos cotistas no âmbito de cada chamada de capital. §4º Em caso de oferta pública de cotas registrada na CVM nos termos da regulamentação específica, o prazo máximo referido no §3º será considerado a partir da data de encerramento da respectiva oferta.*

Configurado o desenquadramento da carteira do FIP, o administrador deve comunicar o fato à CVM, justificando e informando o reenquadramento logo que acontecer. Em regra, o prazo para reenquadramento é de até 10 (dez) dias úteis contados do término do prazo para a realização de investimentos pelo FIP, sob pena de ser necessário devolver valores aos quotistas. Assim, se, por exemplo, um FIP recebeu recursos, mas não os investiu cumprindo o percentual mínimo de 90% dentro do prazo previsto a partir da chamada de capital, tais recursos deverão ser devolvidos aos quotistas.⁹¹

É permitido que os FIPs invistam em quotas de outros FIPs ou de Fundos de Ações (FIA) - Mercado de Acesso. Nesses casos, os FIPs investidores são, em regra, obrigados a consolidar contabilmente as aplicações dos fundos investidos, inclusive para fins de obedecer aos limites de concentração da carteira de ativos, sendo vedado o investimento recíproco⁹². Também é permitido que o FIP realize investimentos em ativos no exterior, assim considerados aqueles cujo emissor tem sede no exterior ou, sediado no Brasil, tem ativos localizados no exterior que correspondem a

⁹¹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 11. *O fundo deve manter, no mínimo, 90% (noventa por cento) de seu patrimônio líquido investido nos ativos previstos no art. 5º. §1º Exceto para os FIP referidos no art. 17, o investimento em debêntures não conversíveis referido no caput do art. 5º está limitado ao máximo de 33% do total do capital subscrito do fundo. §2º O limite estabelecido no caput não é aplicável durante o prazo de aplicação dos recursos, estabelecido conforme art. 9º, IV, e, §3º, de cada um dos eventos de integralização de cotas previsto no compromisso de investimento. §3º O administrador deve comunicar imediatamente à CVM, depois de ultrapassado o prazo referido no §2º, a ocorrência de desenquadramento, com as devidas justificativas, informando ainda o reenquadramento da carteira, no momento em que ocorrer. §4º Para fins de verificação do enquadramento previsto no caput, devem ser somados aos ativos previstos no art. 5º os valores: I – destinados ao pagamento de despesas do fundo desde que limitados a 5% (cinco por cento) do capital subscrito; II – decorrentes de operações de desinvestimento: a) no período entre a data do efetivo recebimento dos recursos e o último dia útil do 2º mês subsequente a tal recebimento, nos casos em que ocorra o reinvestimento dos recursos em ativos previstos no art. 5º; b) no período entre a data do efetivo recebimento dos recursos e o último dia útil do mês subsequente a tal recebimento, nos casos em que não ocorra o reinvestimento dos recursos em ativos previstos no art. 5º; ou c) enquanto vinculados a garantias dadas ao comprador do ativo desinvestido. III – a receber decorrentes da alienação a prazo dos ativos previstos no art. 5º; e IV – aplicados em títulos públicos com o objetivo de constituição de garantia a contratos de financiamento de projetos de infraestrutura junto a instituições financeiras. §5º. Caso o desenquadramento ao limite estabelecido no caput perdure por período superior ao prazo de aplicação dos recursos, estabelecido conforme art. 9º, IV, e §3º, o administrador deve, em até 10 (dez) dias úteis contados do término do prazo para aplicação dos recursos: I – reenquadrar a carteira; ou II – devolver os valores que ultrapassem o limite estabelecido aos cotistas que tiverem integralizado a última chamada de capital, sem qualquer rendimento, na proporção por eles integralizada.*

⁹²COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 13. *Os FIP podem investir em cotas de outros FIP ou em cotas de Fundos de Ações – Mercado de Acesso para fins de atendimento ao limite mínimo de 90% referido no caput do art. 11. § 1º Os FIP investidores são obrigados a consolidar as aplicações dos fundos investidos, inclusive para fins de apuração dos limites de concentração da carteira, exceto as aplicações em fundos geridos por terceiros não ligados ao administrador ou ao gestor do FIP investidor. § 2º Fica vedada a aplicação em cotas de FIP que invista, direta ou indiretamente, no FIP investidor. §3º O investimento em cotas de FIP classificados na categoria “Multiestratégia” e que tenham em sua denominação o sufixo “Investimento no Exterior” deve observar o limite referido no caput do art. 12, caso o FIP investidor não atenda ao disposto no art. 18, § 2º.*

no mínimo 50% dos constantes em suas demonstrações contábeis. Em qualquer caso, deverão ser observadas pelo FIP as normas para esse tipo de investimento⁹³.

Vale dizer que, visando a proteção dos investidores do fundo em situações de conflitos de interesses, salvo aprovação em Assembleia Geral de Quotistas, os recursos do FIP não podem ser direcionados à aquisição de valores mobiliários emitidos por sociedades das quais participem: (i) a administradora ou gestora; (ii) os membros de comitês ou de conselhos do fundo; (iii) quotistas cujas quotas representem pelo menos 5% do patrimônio que constitui o FIP; (iv) sócios e cônjuges de todos os sujeitos acima descritos que, individualmente ou em conjunto, detenham mais de 10% do capital social votante ou total. A vedação se estende aos casos em que estejam envolvidos na estruturação financeira da emissão dos valores mobiliários ou façam parte de conselhos (de administração, consultivo ou fiscal) das investidas⁹⁴.

⁹³COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 12. *O FIP pode investir até 20% (vinte por cento) de seu capital subscrito em ativos no exterior, desde que tais ativos possuam a mesma natureza econômica dos ativos referidos no art. 5º. §1º Para fins desta Instrução, considera-se ativo no exterior quando o emissor tiver: I – sede no exterior; ou II – sede no Brasil e ativos localizados no exterior que correspondam a 50% (cinquenta por cento) ou mais daqueles constantes das suas demonstrações contábeis. §2º Para fins desta Instrução, não é considerado ativo no exterior quando o emissor tiver sede no exterior e ativos localizados no Brasil que correspondam a 90% (noventa por cento) ou mais daqueles constantes das suas demonstrações contábeis. §3º Para efeitos do disposto nos §§1º e 2º, devem ser consideradas as demonstrações contábeis individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representar a essência econômica dos negócios para fins da referida classificação. §4º A verificação quanto as condições dispostas nos §§1º e 2º deve ser realizada no momento do investimento pelo fundo em ativos do emissor. §5º Os investimentos referidos no caput podem ser realizados pelo fundo, de forma indireta, por meio de outros fundos ou sociedades de investimento no exterior, independentemente de sua forma ou natureza jurídica. §6º A participação do fundo no processo decisório da investida no exterior, com a efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, deve ser assegurada pelo gestor do FIP no Brasil e pode ocorrer por meio do administrador ou gestor do veículo intermediário utilizado para o investimento no exterior. §7º Os requisitos mínimos de governança corporativa previstos no art. 8º devem ser cumpridos pelas investidas no exterior, ressalvadas as adaptações necessárias decorrentes da regulamentação da jurisdição onde se localiza o investimento.*

⁹⁴COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 44. *Salvo aprovação em assembleia geral, é vedada a aplicação de recursos do fundo em títulos e valores mobiliários de companhias nas quais participem: I – o administrador, o gestor, os membros de comitês ou conselhos criados pelo fundo e cotistas titulares de cotas representativas de 5% (cinco por cento) do patrimônio do fundo, seus sócios e respectivos cônjuges, individualmente ou em conjunto, com porcentagem superior a 10% (dez por cento) do capital social votante ou total; II – quaisquer das pessoas mencionadas no inciso anterior que: a) estejam envolvidas, direta ou indiretamente, na estruturação financeira da operação de emissão de valores mobiliários a serem subscritos pelo fundo, inclusive na condição de agente de colocação, coordenação ou garantidor da emissão; ou b) façam parte de conselhos de administração, consultivo ou fiscal da companhia emissora dos valores mobiliários a serem subscritos pelo fundo, antes do primeiro investimento por parte do fundo. §1º Salvo aprovação em assembleia, é igualmente vedada a realização de operações, pelo fundo, em que este figure como contraparte das pessoas mencionadas no inciso I do caput, bem como de outros fundos de investimento ou carteira de valores mobiliários administrados pelo administrador ou pelo gestor. §2º O disposto no § 1º não se aplica quando o administrador ou gestor do fundo atuarem: I – como administrador ou gestor de fundos investidos ou na condição de contraparte do fundo, com a finalidade exclusiva de realizar a gestão de caixa e liquidez do fundo; e II – como administrador ou gestor de fundo investido, desde que expresse em regulamento e quando realizado por meio de fundo que invista, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) em um único fundo.*

3.2 Quotas de FIP como valores mobiliários

As quotas do FIP são valores mobiliários que encontram correspondência no patrimônio que o constitui, sendo nominativas e escriturais. Excepcionalmente, tratando-se de FIP para o qual é vedada a transferência ou negociação de quotas em mercados secundários, basta que seja realizado registro das quotas e de seus respectivos titulares em livro próprio.

As quotas podem ser emitidas em classes distintas, sendo que dentro de uma mesma classe a emissão pode se dividir em séries, com datas diversas para integralização e amortização. Às diferentes classes o regulamento poderá atribuir direitos econômico-financeiros e/ou direitos políticos especiais. Os primeiros apenas poderão versar sobre: (i) taxas de administração e de gestão a serem pagas pelo quotista; e (ii) ordem de preferência no pagamento de rendimentos, de amortizações ou saldo de liquidação. Somente quando o FIP for restrito a investidores profissionais ou financeiramente apoiado por organismos de fomento é permitido que sejam atribuídos direitos econômico-financeiros especiais além dos acima descritos.⁹⁵ Quanto aos direitos políticos especiais, podem versar, por exemplo, sobre o direito de indicar membros do Comitê de Investimento, se existente, ou de vetar a deliberação de certas matérias sujeitas à Assembleia Geral de Quotistas (MARTINS NETO, 2017, p. 69). Vale mencionar que a cada quota subscrita corresponde o direito de um voto na Assembleia⁹⁶.

⁹⁵COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 19. *As cotas do fundo correspondem a frações ideais de seu patrimônio, são escriturais, nominativas, e conferem iguais direitos e obrigações aos cotistas. §1º Na hipótese de o regulamento do fundo vedar a transferência ou negociação das cotas em mercados secundários, as cotas do fundo estão dispensadas de registro escritural, sendo a sua propriedade presumida pelo registro do nome do cotista no livro “Registro de Cotas Nominativas” ou da conta de depósito das cotas aberta em nome do cotista, mantidos sob o controle do administrador. §2º O regulamento do fundo atribuir a uma ou mais classe de cotas distintos direitos econômico-financeiros, exclusivamente quanto: I – à fixação das taxas de administração e de gestão; e II – à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos, das amortizações ou do saldo de liquidação do fundo. §3º Os fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais ou aqueles referidos no art. 10 podem atribuir a uma ou mais classes de quotas distintos direitos econômico financeiros além daqueles previstos no §2º, incisos I e II. §4º A emissão de cotas de uma mesma classe pode ser dividida em séries, com o fim específico de estabelecer, para cada série, datas diversas de integralização e amortização e remuneração.*

⁹⁶COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 29. *As deliberações da assembleia geral são tomadas por maioria de votos das cotas subscritas presentes, cabendo a cada cota subscrita 1 (um) voto. §1º O regulamento pode admitir a existência de uma ou mais classe de cotas com direitos políticos especiais para as matérias que especificar. (...).*

O número mínimo e máximo de quotas a serem emitidas pelo FIP, os custos das emissões, a previsão de emissões futuras, inclusive por decisão direta do administrador ou do gestor, bem com o direito de preferência para subscrições, devem ser tratados no regulamento⁹⁷.

A oferta ao público de quotas do FIP está condicionada ao prévio registro na CVM, salvo nos casos de dispensa, devendo ser realizada por instituições intermediárias integrantes do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários. Vale dizer que não se caracterizam como públicas as ofertas de quotas do FIP caso essas não sejam admitidas à negociação em mercados organizados e, quando não tendo sido colocadas junto aos quotistas, sejam automaticamente canceladas⁹⁸.

Ressalta-se que as ofertas públicas de valores mobiliários são alvo de regulação específica, a qual exige a divulgação de informações com a finalidade de diminuir as assimetrias entre investidores e gerar mais segurança para as negociações. Segundo a Instrução CVM n. 400/2003, toda oferta pública de valores mobiliários nos mercados primário e secundário dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil deve ser submetida a registro prévio. São considerados atos de oferta de distribuição pública: a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, bem como a aceitação de oferta de venda ou subscrição, de que constem elementos como a utilização de listas ou boletins de venda, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; a procura de subscritores ou adquirentes por meio de empregados, agentes ou corretores; a oferta em lojas, escritórios ou estabelecimentos abertos ao público; com a utilização de serviços de comunicação de massa ou de avisos pela internet⁹⁹. O acesso aos poupadores (poupança popular) por meio de uma oferta pública é uma das

⁹⁷COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 20, caput. *A subscrição e a integralização de cotas devem atender aos termos e condições estipulados no regulamento do fundo.* Art. 24. *Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre: (...) V – a emissão de novas cotas, sem prejuízo de o regulamento do fundo dispor sobre a aprovação da emissão pelo administrador conforme o art. 9º, inciso XXIII;*

⁹⁸COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 22. *A oferta pública de distribuição de cotas de FIP depende de prévio registro na CVM, salvo nos casos de dispensa de registro em regulamentação específica, e deve ser realizada por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou administradores fiduciários ou gestores de recursos atuando na distribuição de seus fundos, em conformidade com o disposto na regulamentação específica, respeitadas, ainda, as disposições desta Seção. 1º Para fins desta Instrução, não se qualifica como oferta pública a emissão de cotas destinada aos cotistas do fundo, desde que: I – as cotas não sejam admitidas à negociação em mercados organizados; e II – as cotas não colocadas junto aos cotistas sejam automaticamente canceladas.* Quanto aos integrantes do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, vide a Lei n. 6.385/1976, art. 15.

⁹⁹BRASIL, Lei n. 6.385/1976. Art. 19. *Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. §1º - São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas. §2º - Equiparam-se à companhia emissora para os fins deste artigo: I - o seu acionista controlador e as pessoas por ela controladas; II - o*

vertentes que têm o condão de atrair a regulação e fiscalização da CVM sobre os atos praticados e agentes diretamente envolvidos nesse contexto (MATTOS FILHO, 2015, p. 14-15).

Em alguns casos, dependendo das características da oferta, pode haver dispensa de registro ou de alguns requisitos para obtenção dele. O fato de oferta dos FIPs ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados poderá influenciar nesse sentido. Para usufruir da dispensa, além de atender à regulação específica¹⁰⁰, o FIP deverá apresentar pedido fundamentado e modelo de declaração a ser firmada por seus investidores (Termo de Adesão e Ciência de Risco), mediante a qual afirmem: que têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar o conteúdo da oferta e assumir os riscos; que tiveram amplo acesso a informações necessárias para a tomada de decisão; e que sabem tratar-se de oferta realizada com dispensa de registro ou de requisitos¹⁰¹.

Os materiais de divulgação a serem utilizados nas ofertas de quotas devem conter, dentre outras informações, o nome do fundo, a qualificação da pessoa jurídica administradora, a política

coobrigado nos títulos; III - as instituições financeiras e demais sociedades a que se refere o Art. 15, inciso I; IV - quem quer que tenha subscrito valores da emissão, ou os tenha adquirido à companhia emissora, com o fim de os colocar no mercado. §3º - Caracterizam a emissão pública: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação. §4º - A emissão pública só poderá ser colocada no mercado através do sistema previsto no Art. 15, podendo a Comissão exigir a participação de instituição financeira. §5º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor. Cf. Instrução CVM n. 400/2003, arts. 1º ao 3º.

¹⁰⁰COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 400/2003. Art. 4º *Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução. §1º Na dispensa mencionada no caput, a CVM considerará, cumulativa ou isoladamente, as seguintes condições especiais da operação pretendida: I – Revogado II - o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta; III - o plano de distribuição dos valores mobiliários (art. 33, §3º); IV - a distribuição se realizar em mais de uma jurisdição, de forma a compatibilizar os diferentes procedimentos envolvidos, desde que assegurada, no mínimo, a igualdade de condições com os investidores locais; V - características da oferta de permuta; VI - o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; ou VII - ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.*

¹⁰¹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 400/2003. Art. 4º, §4º *Na hipótese de dispensa de requisitos de registro com base no inciso VII do §1º, deverá ser, adicionalmente, observado o seguinte: I – o ofertante apresentará à CVM, juntamente com o pedido fundamentado mencionado no §2º deste artigo, modelo de declaração a ser firmado pelos subscritores ou adquirentes, conforme o caso, da qual deverá constar, obrigatoriamente, que: a) têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta e que são capazes de assumir tais riscos; b) tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no Prospecto; e c) têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro ou de requisitos, conforme o caso; (...).*

de investimentos, o público alvo, os benefícios tributários do fundo e dos quotistas, o mercado organizado no qual as quotas poderão ser negociadas e as condições de subscrição e integralização.

Diferentemente dos fundos em geral, para os quais permanece a regra de integralização de quotas somente em moeda corrente nacional, para os FIPs, havendo previsão em regulamento, é permitida a utilização de títulos e valores mobiliários para a integralização ou resgate de quotas¹⁰². A propósito, se o FIP decidir aplicar recursos em companhias que estejam em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, ou em reestruturação financeira, comprovada pelos órgãos sociais competentes, será admitida até mesmo a integralização de quotas com bens e direitos vinculados ao processo de recuperação ou reestruturação da companhia investida, com respaldo em laudo de avaliação emitido por empresa especializada e aprovado em Assembleia Geral de Quotistas do FIP¹⁰³.

Relembre-se de que, por se tratar de fundo em condomínio fechado, nos FIPs, em regra, não é permitido o resgate antecipado de quotas. As quotas podem, entretanto, ser transferidas mediante assinatura pelo cedente e pelo cessionário de termo próprio ou por meio de negociação em mercado organizado. No que diz respeito às amortizações, poderão ocorrer de acordo com as determinações do regulamento¹⁰⁴.

¹⁰²COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 20, §5º *Admite-se a integralização de cotas do fundo com os ativos referidos no art. 5º*. Instrução n. 555/2014. Art. 125. *O fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento pode: I – admitir a utilização de ativos financeiros na integralização e resgate de cotas, com o estabelecimento de critérios detalhados e precisos para adoção desses procedimentos; (...).*

¹⁰³COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 20, §6º *Quando o fundo decidir aplicar seus recursos em companhias que estejam em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, ou em reestruturação financeira, devidamente aprovada pelos órgãos competentes da companhia, é admitida a integralização de cotas em bens ou direitos, inclusive créditos, desde que tais bens e direitos estejam vinculados ao processo de recuperação ou de reestruturação da companhia investida. §7º O valor justo dos ativos objetos de integralização de cotas deve estar respaldado em laudo de avaliação, o qual deve ser elaborado por empresa especializada independente quando se tratar de situações previstas no §6º*. Art. 21. *Não é permitido o resgate de cotas do fundo, salvo nas hipóteses de sua liquidação, sendo permitidas a amortização e a distribuição de rendimentos nos termos do previsto no seu regulamento*. Art. 24. *Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre: XIV – a aprovação do laudo de avaliação do valor justo de ativos utilizados na integralização de cotas do FIP de que trata o art. 20, §7º*.

¹⁰⁴COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 14. *As cotas de fundo fechado e seus direitos de subscrição podem ser transferidos, mediante termo de cessão e transferência, assinado pelo cedente e pelo cessionário, ou por meio de negociação em mercado organizado em que as cotas do fundo sejam admitidas à negociação*.

3.3 Assembleia Geral de Quotistas

A Assembleia Geral de Quotistas (AGQ) é um órgão deliberativo que reúne quotistas para a tomada de decisões sobre o FIP. Em regra, as deliberações são tomadas por maioria de votos dos presentes, podendo ocorrer de forma eletrônica ou por simples consulta formal, se assim estiver previsto no regulamento. Este também poderá prever quóruns especiais para a aprovação de determinadas matérias.

O instrumento de convocação dos investidores para que participem da AGQ deve conter a descrição dos assuntos que serão discutidos e deliberados, além de documentos que possibilitem a análise das matérias que serão objeto de votação. De forma análoga ao ocorre nas Assembleias Gerais das sociedades anônimas, são consideradas sanadas as falhas de convocação quando comparecem todos os quotistas à AGQ. A convocação pelo administrador pode ocorrer tanto em razão de sua própria iniciativa quanto em atendimento à solicitação de quotistas que representem no mínimo 5% do total de quotas subscritas¹⁰⁵.

Somente poderão votar na AGQ aqueles que estiverem inscritos no registro de quotistas do FIP, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos há menos de um ano. Os investidores inadimplentes na data da convocação da AGQ não terão direito a votar com a parcela de quotas ainda não integralizada. Face ao inadimplemento parcial, o regulamento do FIP poderá, inclusive, fixar como penalidade a vedação ao exercício de voto pelo quotista com a totalidade de suas quotas¹⁰⁶.

¹⁰⁵BRASIL. Lei n. 6.404/1976. Art. 124, §4º *Independentemente das formalidades previstas neste artigo, será considerada regular a assembleia-geral a que comparecerem todos os acionistas.* COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 26. *A assembleia geral deve ser convocada na forma estipulada no regulamento do fundo, com antecedência mínima de 15 (quinze) dias, devendo conter a descrição dos assuntos a serem discutidos e votados. §1º Independentemente da convocação prevista neste artigo, é considerada regular a assembleia geral a que comparecerem todos os cotistas. §2º A assembleia geral pode ser convocada pelo administrador, por iniciativa própria ou mediante solicitação de cotistas que detenham, no mínimo, 5% (cinco por cento) do total de cotas subscritas pelo fundo. §3º A convocação da assembleia por solicitação dos cotistas, conforme disposto no §2º, deve: I – ser dirigida ao administrador; que deve, no prazo máximo de 30 (trinta) dias contado do recebimento, realizar a convocação da assembleia geral às expensas dos requerentes, salvo se a assembleia geral assim convocada deliberar em contrário; e II – conter eventuais documentos necessários ao exercício do direito de voto dos demais cotistas. §4º O administrador do fundo deve disponibilizar aos cotistas todas as informações e documentos necessários ao exercício do direito de voto, na data de convocação da assembleia.*

¹⁰⁶COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 27 *Somente podem votar na assembleia geral os cotistas do fundo inscritos no registro de cotistas na data da convocação da assembleia, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos há menos de 1 (um) ano. Parágrafo único. Os cotistas podem votar por meio de comunicação escrita ou eletrônica, desde que previsto no regulamento do fundo.* Art. 28. *A assembleia geral se instala com a presença de qualquer número de cotistas.* Art. 29. *As deliberações da assembleia geral são tomadas por maioria de votos das cotas subscritas presentes, cabendo a cada cota subscrita 1 (um) voto. (...).* §2º

À AGQ cabe, de forma privativa, deliberar sobre: (i) demonstrações contábeis do fundo apresentadas pela administradora e acompanhadas de relatório do auditor independente após o término do exercício a que se referirem; (ii) alterações no regulamento¹⁰⁷; (iii) substituição ou destituição da administradora ou do gestor; (iv) fusão, incorporação, cisão, transformação ou liquidação antecipada do FIP; (v) emissão de novas quotas; (vi) alterações nas taxas de administração; (vii) alteração no prazo de duração previsto para o fundo; (viii) alteração de seus quóruns de instalação e deliberação; (ix) instalação, composição e funcionamento de Comitês e Conselhos; (x) o atendimento a requerimentos de informações pelos quotistas; (xi) a prestação de garantias em nome do FIP, quando permitido pela regulação; (xii) a prática de atos que configurem potenciais conflitos de interesses entre o FIP e administradora ou gestor, ou entre o FIP e quotista ou grupo de quotistas que detenham mais de 10% das quotas subscritas; (xiii) acréscimo de encargos ao fundo; (xiv) laudo de avaliação do valor justo de ativos utilizados na integralização de quotas do FIP; bem como outras matérias previstas em regulamento¹⁰⁸.

Dependem da aprovação de cotistas que representem metade, no mínimo, das cotas subscritas, se maior quórum não for fixado no regulamento, as deliberações relativas às matérias previstas no arts. 24, incisos II, III, IV, V, VI, VIII, IX, XII, XIII e XIV, e 44. §3º Dependem da aprovação de cotistas que representem, no mínimo, dois terços das cotas subscritas para a deliberação referida no art. 24, inciso XI, desta Instrução. §4º O regulamento do fundo pode estabelecer outras matérias sujeitas à quórum qualificado, além daquelas referidas no §2º. §5º Os votos e os quóruns de deliberação devem ser computados de acordo com a quantidade de cotas subscritas, observado o disposto no §6º. §6º Os cotistas que tenham sido chamados a integralizar as cotas subscritas e que estejam inadimplentes na data da convocação da assembleia não têm direito a voto sobre a respectiva parcela subscrita e não integralizada, podendo o regulamento impor penalidades adicionais, incluindo o impedimento a voto sobre a totalidade das cotas integralizadas. Art. 30. O regulamento pode dispor sobre a possibilidade de as deliberações da assembleia serem adotadas mediante processo de consulta formal, sem necessidade de reunião dos cotistas. Parágrafo único. Da consulta devem constar todos os elementos informativos necessários ao exercício do direito de voto.

¹⁰⁷COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 25. *O regulamento do fundo pode ser alterado independentemente de assembleia geral sempre que tal alteração: I – decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento a normas legais ou regulamentares, exigências expressas da CVM, de entidade administradora de mercados organizados onde as cotas do fundo sejam admitidas à negociação ou de entidade autorreguladora, nos termos da legislação aplicável e de convênio com a CVM; II – for necessária em virtude da atualização dos dados cadastrais do administrador ou dos prestadores de serviços do fundo, tais como alteração na razão social, endereço, página na rede mundial de computadores e telefone; III – envolver redução da taxa de administração ou da taxa de gestão. §1º As alterações referidas nos incisos I e II do caput devem ser comunicadas aos cotistas, no prazo de até 30 (trinta) dias contado da data em que tiverem sido implementadas. §2º A alteração referida no inciso III deve ser imediatamente comunicada aos cotistas.*

¹⁰⁸COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 24. *Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre: I – as demonstrações contábeis do fundo apresentadas pelo administrador, acompanhadas do relatório dos auditores independentes, em até 180 (cento e oitenta) dias após o término do exercício social a que se referirem; II – alteração do regulamento do fundo; III – a destituição ou substituição do administrador ou do gestor e escolha de seus substitutos; IV – a fusão, incorporação, cisão, transformação ou eventual liquidação do fundo; V – a emissão de novas cotas, sem prejuízo de o regulamento do fundo dispor sobre a aprovação da emissão pelo administrador conforme o art. 9º, inciso XXIII; VI – o aumento nas taxas de remuneração do administrador ou do gestor do fundo; VII – a alteração no prazo de duração do fundo; VIII – a alteração do quórum de instalação e deliberação da assembleia geral; IX – a instalação, composição, organização e funcionamento dos comitês e*

Para evitar a prevalência de interesses individuais em detrimento dos interesses coletivos dos quotistas, não poderão votar na AGQ: (i) a administradora e o gestor do FIP; (ii) os sócios, diretores e funcionários da administradora ou do gestor do FIP; (iii) sociedades que sejam consideradas partes relacionadas à administradora ou ao gestor, bem como seus sócios, diretores e funcionários; (iv) os prestadores de serviços do FIP, seus sócios, diretores e funcionários; (v) os quotistas que tenham interesse conflitante com o FIP; e (vi) o quotista cujos bens estejam sendo utilizados para integralização de quotas em deliberação que envolva a aprovação do respectivo laudo de avaliação. Essa vedação não se aplica quando os únicos quotistas forem os sujeitos descritos nos itens acima ou quando houver concordância expressa da maioria dos demais¹⁰⁹.

3.4 Administração e gestão do FIP

A administração do FIP compreende a prática de atos necessários à sua constituição formal, ao seu funcionamento, bem como à prestação de informações aos quotistas, à CVM e ao público em geral. É desempenhada por pessoa jurídica autorizada pela CVM para a administração de carteiras de valores mobiliários¹¹⁰, devendo indicar um sócio-gerente ou diretor para a representação do fundo perante a CVM.

conselhos do fundo; X – o requerimento de informações por parte de cotistas, observado o parágrafo único do art. 40; XI – a prestação de fiança, aval, aceite, ou qualquer outra forma de coobrigação e de garantias reais, em nome do fundo; XII – a aprovação dos atos que configurem potencial conflito de interesses entre o fundo e seu administrador ou gestor e entre o fundo e qualquer cotista, ou grupo de cotistas, que detenham mais de 10% das cotas subscritas; XIII – a inclusão de encargos não previstos no art. 45 ou o seu respectivo aumento acima dos limites máximos quando previstos no regulamento; e XIV – a aprovação do laudo de avaliação do valor justo de ativos utilizados na integralização de cotas do FIP de que trata o art. 20, §7º. Parágrafo único. O regulamento do fundo pode estabelecer outras matérias de competência da assembleia, além daquelas previstas no caput.

¹⁰⁹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 31. *O cotista deve exercer o direito de voto no interesse do fundo. §1º Não podem votar nas assembleias gerais do fundo e nem fazer parte do cômputo para fins de apuração do quórum de aprovação: I – seu administrador ou seu gestor; II – os sócios, diretores e funcionários do administrador ou do gestor; III – empresas consideradas partes relacionadas ao administrador ou ao gestor, seus sócios, diretores e funcionários; IV – os prestadores de serviços do fundo, seus sócios, diretores e funcionários; V – o cotista de cujo interesse seja conflitante com o do fundo; e VI – o cotista, na hipótese de deliberação relativa a laudos de avaliação de bens de sua propriedade que concorram para a formação do patrimônio do fundo. §2º Não se aplica a vedação prevista neste artigo quando: I – os únicos cotistas do fundo forem as pessoas mencionadas no § 1º; ou II – houver aquiescência expressa da maioria dos demais cotistas, manifestada na própria assembleia, ou em instrumento de procuração que se refira especificamente à assembleia em que se dará a permissão de voto. §3º O cotista deve informar ao administrador e aos demais cotistas as circunstâncias que possam impedi-lo de exercer seu voto, nos termos do disposto no §1º, incisos V e VI, sem prejuízo do dever de diligência do administrador e do gestor em buscar identificar os cotistas que estejam nessa situação.*

¹¹⁰COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 32. *A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo. Art. 33. Somente podem ser administradores de FIP as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o*

Dentre as prestações devidas pela administradora do FIP, figura a de receber os dividendos, juros sobre capital próprio e quaisquer outros rendimentos oriundos da carteira de ativos¹¹¹, sendo que o tratamento a ser dado constará no regulamento, inclusive quanto às formas de distribuição ou reinvestimento.¹¹²

Cabe à administradora manter registros, documentos e livros do FIP em perfeita ordem e atualizados, elaborar relatórios de operações e despesas do fundo; manter os valores mobiliários do fundo custodiados junto à entidade autorizada e cumprir as deliberações da AGQ e do regulamento¹¹³ (GAGGINI, 2001, p. 62). Poderá contratar terceiros, em nome do fundo, para a prestação de serviços de gestão da carteira de valores mobiliários, consultorias de investimentos, tesouraria, controle e processamento de ativos, distribuição das quotas, escrituração das emissões e resgates, custódia e formação de mercado.

No tocante à tesouraria, sendo a administradora uma instituição financeira, não precisará contratar tal serviço, desde que seja executado por um de seus diretores¹¹⁴.

O serviço de formação de mercado é prestado por pessoa jurídica (que não pode ser a administradora ou a gestora) cadastrada junto às entidades administradoras de mercados organizados, que se compromete a manter ofertas de compra e venda de valores mobiliários de forma regular e contínua, fomentando a liquidez, facilitando a negociação e mitigando movimentos artificiais nos preços (PAVIA, 2016, p. 153-154).¹¹⁵

exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, conforme definido em regulamentação específica. §1º A pessoa jurídica referida no caput deve indicar o diretor ou sócio-gerente responsável pela representação do fundo perante a CVM.

¹¹¹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 39. *Incluem-se entre as obrigações do administrador, sem prejuízo das obrigações do gestor: (...) II – receber dividendos, bonificações e quaisquer outros rendimentos ou valores atribuídos ao fundo.*

¹¹²COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 9º. *O regulamento do Fundo de Investimento em Participações deve dispor sobre: (...) XX – tratamento a ser dado aos direitos oriundos dos ativos da carteira do fundo, incluídos, mas não limitados aos rendimentos, dividendos e juros sobre capital próprio e forma de distribuição ou reinvestimento destes direitos.*

¹¹³O artigo 39 da Instrução CVM n. 578/2016 traz rol exemplificativo de obrigações das administradoras de FIPs.

¹¹⁴COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 33, § 2º *O administrador pode contratar, em nome do fundo, os seguintes serviços para o fundo: I – gestão da carteira do fundo; II – consultoria de investimentos; III – atividades de tesouraria; IV – atividades de controle e processamento dos ativos; V – distribuição de cotas; VI – escrituração da emissão e resgate de cotas; VII – custódia de ativos financeiros; e VIII – formador de mercado para as cotas do fundo. (...) §6º Os fundos administrados por instituições financeiras não precisam contratar os serviços previstos no § 2º, inciso III, quando os mesmos forem executados pelos seus administradores, que nestes casos são considerados autorizados para a sua prestação.*

¹¹⁵Essa definição foi extraída de informações do site da B3, bolsa de valores do Brasil. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/formador-de-mercado/como-funciona/>. Acesso em: 11 fev. 2019. Sobre as regras aplicáveis aos formadores de mercado, vale conferir o disposto na Instrução CVM n. 384/2003. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 35. *O serviço de formador de mercado*

O prestador de serviços de custódia, por sua vez, garante que os valores mobiliários de titularidade do FIP estejam registrados em nome do fundo, bem como que as quotas estejam registradas em nome de seus respectivos titulares/investidores. (MARTINS NETO, 2017, p. 56)¹¹⁶.

No que toca à gestão do FIP, se não desempenhada pela própria administradora, será por outra pessoa jurídica¹¹⁷ credenciada como administradora de carteira de valores mobiliários e dotada de poderes para, em nome do fundo, negociar e contratar, realizar operações de investimento e desinvestimento, além de exercer direitos de voto decorrentes dos valores mobiliários de titularidade do FIP, tudo em conformidade às disposições pré-estabelecidas no regulamento. As despesas eventualmente existentes relacionadas ao exercício do direito de voto constituem encargo do próprio FIP, sendo pagas com recursos da comunhão¹¹⁸. Eventuais obrigações assumidas pela gestora que devam ser cumpridas pela administradora devem ser informadas com antecedência¹¹⁹.

referido no art. 33, § 2º, inciso VIII, pode ser prestado por pessoas jurídicas devidamente cadastradas junto às entidades administradoras dos mercados organizados, observada a regulamentação em vigor. §1º É vedado ao administrador e ao gestor o exercício da função de formador de mercado para as cotas do fundo. §2º A contratação de partes relacionadas ao administrador e ao gestor do fundo para o exercício da função de formador de mercado deve ser submetida à aprovação prévia da assembleia geral de cotistas nos termos do art. 24, inciso XII. §3º A contratação de formador de mercado ou o término da prestação do serviço devem ser divulgados como fato relevante nos termos do art. 53 desta Instrução.

¹¹⁶COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 37. *Fica dispensada a contratação do serviço de custódia para os investimentos do fundo em: I – ações, bônus de subscrição, debêntures não conversíveis ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias fechadas; II – títulos ou valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas; e III – ativos referidos no art. 11, §4º, inciso I, desde que tais ativos estejam admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado ou registrados em sistema de registro ou de liquidação financeira autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM. Parágrafo único. Para utilizar as dispensas referidas nos incisos I e II do caput, o administrador deve assegurar a adequada salvaguarda desses ativos, o que inclui a realização das seguintes atividades: I – receber, verificar e fazer a guarda da documentação que evidencia e comprova a existência do lastro dos ativos; II – diligenciar para que seja mantida, às suas expensas, atualizada e em perfeita ordem a documentação comprobatória dos ativos; e III – cobrar e receber, em nome do fundo, rendas e quaisquer outros pagamentos referentes aos ativos custodiados.*

¹¹⁷Observa-se que na regra geral dos fundos, a gestão profissional da carteira pode ser desempenhada tanto por pessoa jurídica quanto por pessoa física, ao passo que na regulação dos FIPs consta apenas pessoas jurídicas. Cf. art. 2º, XXX da Instrução CVM n. 555/2014 e art. 34 da Instrução n. 578/2016.

¹¹⁸COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 45. *Constituem encargos do fundo, além das remunerações de que trata o art. 9º, VII as seguintes despesas; (...) XIII – relacionadas, direta ou indiretamente, ao exercício de direito de voto decorrente de ativos do fundo.*

¹¹⁹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 34. *A gestão da carteira do fundo é a gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos dela integrantes, desempenhada por pessoa jurídica credenciada como administrador de carteiras de valores mobiliários pela CVM, tendo poderes para: I – negociar e contratar, em nome do fundo, os ativos e os intermediários para realizar operações do fundo, representando o fundo, para todos os fins de direito, para essa finalidade; II – negociar e contratar, em nome do fundo, terceiros para a prestação de serviços de assessoria e consultoria relacionados diretamente com o investimento ou o desinvestimento nos ativos referidos no art. 5º, conforme estabelecido na política de investimentos do fundo; e III – monitorar os ativos investidos pelo fundo e exercer o direito de voto decorrente desses ativos, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto do gestor. (...)*

A gestora fornecerá aos quotistas, periodicamente, documentos, informações, estudos e atualizações importantes para o acompanhamento das operações do fundo e para as deliberações da AGQ. À gestora caberá, em relação às sociedades investidas pelo FIP, decidir sobre a celebração de acordos de acionistas ou de quotistas, agir para a manutenção da influência do fundo na política estratégica e na gestão, além de assegurar a observância das práticas de governança exigidas pela CVM¹²⁰.

Por iniciativa da administradora, da gestora, por deliberação da AGQ ou por previsão em regulamento poderão ser criados conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimento para auxílio na tomada de decisão sobre operações do fundo¹²¹.

Relativamente às vedações incidentes sobre as atividades da administradora e da gestora, é certo que não podem, direta ou indiretamente, em nome do fundo: receber depósito em conta corrente; prestar qualquer tipo de aceite ou garantias, salvo previsão em regulamento e aprovação qualificada em Assembleia Geral de Quotistas; contratar seguro contra prejuízos do fundo em favor dos quotistas; prometer rendimentos predeterminados; adquirir ações de sua própria emissão¹²²; contrair ou efetuar empréstimos. Ressaltam-se, entretanto, as seguintes exceções que garantem a possibilidade de contrair ou efetuar empréstimos: (i) para o FIP que obtenha apoio financeiro direto de organismos de fomento, o qual está autorizado a contrair empréstimos diretamente destes, limitados ao montante correspondente a 30% dos ativos de sua carteira; (ii) nas modalidades

¹²⁰O artigo 40 da Instrução n. 578/2016 traz um rol exemplificativo de obrigações das gestoras de FIPs.

¹²¹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 38, caput. *Sem prejuízo das responsabilidades de cada um dos prestadores de serviços de administração do fundo, podem ser constituídos, por iniciativa dos cotistas, do administrador ou do gestor, conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos, os quais não podem ser remunerados às expensas do fundo.* No Future Fundo de Investimentos em Participações – Capital Semente, por exemplo, o regulamento prevê a criação de um Comitê de Investimentos, cuja função precípua é auxiliar e orientar a gestora em suas atividades. Conforme consta no capítulo VII do regulamento, os membros do Comitê são eleitos pela AGQ e devem, dentre outros requisitos, ter curso superior e experiência profissional na análise ou estruturação de investimentos. Os membros assumem tarefas como propor metas e acompanhar o desempenho das sociedades investidas, da gestora e da administradora do FIP.

¹²²COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 43. *É vedado ao administrador e gestor, direta ou indiretamente, em nome do fundo: (...) III – prestar fiança, aval, aceite, ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, exceto mediante aprovação da maioria qualificada dos cotistas reunidos em assembleia geral, desde que o regulamento do fundo preveja essa possibilidade; IV – vender cotas à prestação, salvo o disposto no art. 20, § 1º; V – prometer rendimento predeterminado aos cotistas; VI – aplicar recursos: a) na aquisição de bens imóveis; b) na aquisição de direitos creditórios, ressalvadas as hipóteses previstas no art. 5º ou caso os direitos creditórios sejam emitidos por companhias ou sociedades investidas do fundo; e c) na subscrição ou aquisição de ações de sua própria emissão. VII – utilizar recursos do fundo para pagamento de seguro contra perdas financeiras de cotistas; e VIII – praticar qualquer ato de liberalidade. (...), §2º Caso existam garantias prestadas pelo fundo, conforme disposto no inciso III, o administrador do fundo deve zelar pela ampla disseminação das informações sobre todas as garantias existentes, por meio, no mínimo, de divulgação de fato relevante e permanente disponibilização, com destaque, das informações na página do administrador do fundo na rede mundial de computadores.*

estabelecidas pela CVM; ou (iii) para que o FIP faça frente ao inadimplemento de quotistas que tenham deixado de integralizar quotas subscritas. Nesse último caso, a contratação de empréstimos só pode ocorrer no valor equivalente ao estritamente necessário para assegurar o cumprimento de compromisso de investimento previamente assumido pelo FIP perante terceiros.¹²³

Por deliberação da AGQ, por descredenciamento pela CVM ou por renúncia, tanto administradora quanto gestora podem ser substituídos¹²⁴.

3.5 Responsabilidade civil de administradoras, gestoras e quotistas de FIP.

Para compreender a responsabilidade civil de administradoras, gestoras, demais prestadores de serviços e também quotistas do FIP, cumpre, primeiramente, diferenciar os institutos da responsabilidade civil subjetiva e objetiva.

O artigo 186 do Código Civil dispõe que aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, viola direito e causa dano a alguém comete ato ilícito. Desse ilícito, conforme determina o artigo 927, surge para o agente o dever de reparar o dano, caracterizando a responsabilidade civil subjetiva¹²⁵. Apreende-se que a determinação da responsabilidade civil **subjetiva** depende da identificação de três elementos: **dano, nexa causal e culpa**.

Dano é o mal material ou moral causado a alguém, enquanto o nexa causal indica exatamente a relação de causa e efeito entre o ato praticado pelo agente, seja proveniente de ação

¹²³COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 43. *É vedado ao administrador e gestor, direta ou indiretamente, em nome do fundo: I – receber depósito em conta corrente; II – contrair ou efetuar empréstimos, salvo: a) o disposto no art. 10; b) nas modalidades estabelecidas pela CVM; ou c) para fazer frente ao inadimplemento de cotistas que deixem de integralizar as suas cotas subscritas; (...) §1º A contratação de empréstimos referida no inciso II, alínea “c”, do caput, só pode ocorrer no valor equivalente ao estritamente necessário para assegurar o cumprimento de compromisso de investimento previamente assumido pelo FIP.* Art. 10. *O FIP que obtenha apoio financeiro direto de organismos de fomento está autorizado a contrair empréstimos, diretamente, dos organismos de fomento, limitados ao montante correspondente a 30% (trinta por cento) dos ativos do fundo. §1º O exercício da faculdade prevista no caput somente é permitido após a obtenção do compromisso formal de apoio financeiro de organismos de fomento, que importe na realização de investimentos ou na concessão de financiamentos em favor do fundo. §2º Para efeitos do disposto no caput, são considerados como organismos de fomento os organismos multilaterais, as agências de fomento ou os bancos de desenvolvimento que possuam recursos provenientes de contribuições e cotas integralizadas majoritariamente com recursos orçamentários de um único ou diversos governos, e cujo controle seja governamental ou multigovernamental.*

¹²⁴COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 41. *O administrador e o gestor da carteira do fundo devem ser substituídos nas hipóteses de: I – descredenciamento para o exercício da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, por decisão da CVM; II – renúncia; ou III – destituição, por deliberação da assembleia geral. Sobre a eleição de novo administrador vide o disposto no artigo 42.*

¹²⁵BRASIL. Código Civil (2002). Art. 186. *Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.* Art. 927. *Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.*

ou omissão, e o dano que dele decorre. O dano moral lesa direitos da personalidade, como a dignidade, a imagem e a honra, acarretando humilhação e sofrimento psicológico à vítima (GONÇALVES, 2012b, p. 336-337). Por sua vez, o dano patrimonial ou material afeta o conjunto de bens e direitos da vítima, podendo ser emergente (atual), já ocorrido, potencial e, ainda, referente aos lucros cessantes, que indicam aquilo que a vítima razoavelmente deixou de ganhar¹²⁶.

A ação ou omissão danosas podem ser voluntariamente praticadas ou decorrerem de negligência, imprudência ou imperícia do agente. Nesse aspecto, delimitam-se o dolo e a culpa em sentido estrito:

Distingue-se praticamente o dolo da culpa em que, quando ocorre o primeiro, o agente quer o ato que pratica, com plena consciência de que está violando um dever, enquanto que, no ato culposo, embora não tenha essa intenção direta de violar um dever, ocasiona, pela sua imprudência, imperícia, desatenção, ação igualmente danosa. (CHAVES, 1985, p. 572)

Quanto à origem do dever, que descumprido culposamente ou dolosamente pelo agente ocasiona o dano a outrem, diferencia-se a responsabilidade contratual da extracontratual:

(...) haverá responsabilidade extracontratual quando ocorra a violação de um dever de ordem puramente legal, ou de um preceito moral, ou da obrigação genérica de não prejudicar: norma de conduta geral imposta a todas as pessoas, ou a uma determinada categoria delas, independentemente da sua vontade. Será, ao contrário, contratual a responsabilidade quando estiver caracterizado um dever preexistente, uma obrigação voluntariamente assumida num contrato, ou numa promessa unilateral (CHAVES, 1985, p. 287).

Também comete ato ilícito ensejador do dever de reparar o dano o agente titular de um direito, que ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa fé ou pelos bons costumes¹²⁷, trata-se de hipótese de abuso de direito. Observa-se que a culpa *lato sensu*, presente para fins de determinar a responsabilidade civil subjetiva, necessita, internamente, de elemento subjetivo no sentido de que o agente que cometeu o ato danoso deveria ou poderia evitar o dano e de elemento objetivo, caracterizado pela violação do dever prévio, seja ele decorrente da lei ou de contrato celebrado.

¹²⁶BRASIL. Código Civil (2002). Art. 402. *Salvo as exceções expressamente previstas em lei, as perdas e danos devidas ao credor abrangem, além do que ele efetivamente perdeu, o que razoavelmente deixou de lucrar.*

¹²⁷BRASIL. Código Civil (2002). Art. 187. *Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa fé ou pelos bons costumes. Art. 927. Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo. Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.*

Quando a lei especificar que a atividade desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem, haverá o dever de reparar o dano, independentemente de culpa¹²⁸. Se a responsabilidade do agente, ao qual a lei atribui o dever de indenizar, independe da identificação de elemento ilícito e de culpa ou dolo, diz-se que a responsabilidade é **objetiva**. (DINIZ; NEVES, 2014, p. 235). Observa-se que o fundamento da responsabilização em razão do risco, por exemplo, está na simples introdução de um elemento de perturbação na vida social (CHAVES, 1985, p. 69).

Assim, a ordem jurídica admite dois tipos de responsabilidade civil: um fundado na culpa, fazendo-se presente o erro de conduta ou transgressão de regra predeterminada, seja oriunda de contrato ou de disposição legislativa; e o segundo, prescindindo do elemento culposo, mediante a determinação expressa por lei da obrigação de reparar o dano, sem que se tenha que indagar sobre ato contrário a dever prévio de agir ou não agir. A exigência de que apenas a lei, em sentido estrito, determine situações típicas de responsabilidade civil objetiva constitui freio necessário para que não se corra o risco de equiparar condutas jurídicas à antijurídicas (PEREIRA, 2016a, p. 529).

No polo passivo das obrigações, inclusive daquelas decorrentes da responsabilidade civil subjetiva ou objetiva, pode haver uma pluralidade de sujeitos, os quais são devedores simultâneos da prestação correspondente. Nesse caso, a responsabilidade é solidária e dela decorre que o credor poderá exigir o cumprimento da prestação por um, por alguns ou por todos os devedores¹²⁹. A solidariedade não se presume, devendo resultar expressamente da lei ou da vontade das partes. Ocorrendo o pagamento parcial por um dos devedores solidários, todos os demais permanecem obrigados pelo restante. Se o pagamento for total, aquele devedor que pagou terá o direito de exigir de cada um dos codevedores a sua quota parte correspondente.

¹²⁸BRASIL. Código Civil (2002). Art. 927. *Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo. Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.*

¹²⁹BRASIL. Código Civil (2002). Art. 264. *Há solidariedade, quando na mesma obrigação concorre mais de um credor, ou mais de um devedor; cada um com direito, ou obrigado, à dívida toda. Art. 265. A solidariedade não se presume; resulta da lei ou da vontade das partes. Art. 275. O credor tem direito a exigir e receber de um ou de alguns dos devedores, parcial ou totalmente, a dívida comum; se o pagamento tiver sido parcial, todos os demais devedores continuam obrigados solidariamente pelo resto. Parágrafo único. Não importará renúncia da solidariedade a propositura de ação pelo credor contra um ou alguns dos devedores. Art. 283. O devedor que satisfaz a dívida por inteiro tem direito a exigir de cada um dos co-devedores a sua quota, dividindo-se igualmente por todos a do insolvente, se o houver; presumindo-se iguais, no débito, as partes de todos os co-devedores.*

Por sua vez, a responsabilidade subsidiária é aquela que decorre da aplicação de um benefício de ordem, o qual determina que primeiro deve ser chamado a responder o devedor principal e somente depois o subsidiário. Possibilita-se, então, que seja exigido o cumprimento da prestação pelo responsável subsidiário diante da insolvência ou inadimplência do devedor principal. Exemplo de responsabilidade subsidiária decorre do disposto no artigo 1.024 do Código Civil, que estabelece benefício de ordem relativamente às sociedades simples, pois em caso de insuficiência do patrimônio social é que poderão ser atingidos os bens particulares dos sócios.

Fixadas as premissas básicas da responsabilidade civil, analisam-se em seguida as disposições relativas ao tema envolvendo prestadores de serviços, administradora, gestora e quotistas de FIPs.

No que toca à responsabilidade de prestadores de serviços para com o FIP e vice-versa, destacando-se que os contratos são firmados pela administradora em nome do fundo, a responsabilidade será do tipo subjetiva, contratual. O mesmo se dá em relação às prestações devidas pela administradora ao FIP e vice-versa. Ora, à administradora cabe exercer suas funções no melhor interesse do FIP e ao FIP remunerar a administradora pelo serviço prestado, conforme taxa predeterminada. Nesse sentido, em função de um ato, omissivo ou comissivo, que implique em fraude, gestão temerária, negligência, imprudência, imperícia ou qualquer outra forma de descumprimento a dever previamente estabelecido em contrato de administração para com o FIP, a administradora poderá ser obrigada a indenizá-lo. Pontua-se que não há qualquer determinação legal no sentido de fixar responsabilidade objetiva da administradora ou dos prestadores de serviços do FIP, razão pela qual a apreensão da responsabilidade civil se dá apenas no plano subjetivo (MORONE, 2007, p. 237).

Em todos os contratos firmados em nome do fundo, a administradora deverá figurar como interveniente anuente, sendo que, em relação aos serviços de tesouraria, controle e processamento de ativos e escrituração da emissão e resgate de quotas, os contratos deverão conter também cláusula que estipule a responsabilidade solidária da administradora por eventuais prejuízos causados ao FIP, decorrentes da violação da lei, do regulamento ou da regulação aplicável¹³⁰.

¹³⁰COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 33, §4º *Os contratos firmados na forma do §3º, referentes aos serviços prestados nos incisos III, IV e VI do §2º, devem conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o administrador do fundo e os terceiros contratados pelo fundo por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.*

A anuência da administradora nos contratos evidenciará sua concordância pessoal, ou seja, em nome próprio, com os acordos celebrados. Daí que, se um acordo for prejudicial ao FIP, descortinando-se a quebra de um dever de diligência pela administradora em relação à contratação, esta será diretamente responsável perante o fundo¹³¹. Ressalta-se que a administradora não responde por resultados não alcançados pelo FIP quanto à rentabilidade de suas quotas. Ora, a prestação devida pela administradora, bem como pela gestora contratada, é de envidar os melhores esforços para alcançar resultados positivos, não de efetivamente alcançá-los (MORONE, 2007, p. 244).

Para os fundos em geral, regulados pela Instrução n. 555/2014, há regra determinadora da cláusula de responsabilidade solidária da administradora em relação aos serviços prestados pela gestora, o que não se aplica, entretanto, aos FIPs¹³². A razão é que as gestoras assumem riscos muito maiores que as administradoras no desempenho de suas atividades, inclusive por participarem das decisões e influenciarem na gestão e políticas estratégicas das sociedades investidas (MARTINS NETO, 2017, p. 151-152).

Adentrando na responsabilidade do FIP em si, em razão de figurar como sócio de sociedade limitada ou como acionista de sociedade anônima, será responsável pelas dívidas sociais até o limite do valor das quotas de sua titularidade ou do valor das ações subscritas ou adquiridas.

¹³¹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 33, §3º *Compete ao administrador, na qualidade de representante do fundo, efetuar as contratações dos prestadores de serviços, mediante prévia e criteriosa análise e seleção do contratado, devendo, ainda, figurar no contrato como interveniente anuente. §4º Os contratos firmados na forma do §3º, referentes aos serviços prestados nos incisos III, IV e VI do §2º, devem conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o administrador do fundo e os terceiros contratados pelo fundo por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM. §5º Sem prejuízo do disposto no §4º, o administrador e os demais prestadores de serviços contratados respondem perante a CVM, na esfera de suas respectivas competências, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo ou às disposições regulamentares aplicáveis. Cf. art. 79, §2º da Instrução CVM n. 555/2014.*

¹³²Na audiência pública SDM n. 05/2015, a CVM se manifestou no sentido de que a obrigação de incluir cláusula de solidariedade no contrato firmado entre o administrador e o gestor foi excluída, tendo em vista que a carteira de investimento do FIP é significativamente diferente da carteira dos fundos regulados pela Instrução CVM n. 555/2014, havendo particularidades no que toca à atuação do gestor. Assim, no FIP, o gestor deve, por exemplo, se fazer presente na administração da sociedade investida, tendo em vista a obrigação de o fundo influenciar na gestão dessa sociedade, o que não ocorre para os demais fundos, regulados pela Instrução CVM n. 555/2014. A influência exercida na investida pode embutir riscos para o gestor, de difícil mensuração para o administrador, ainda que este exerça adequadamente o seu dever de diligência e monitoramento. Cf. Relatório de análise. Audiência Pública SDM n. 05/2015 – Processo CVM RJ 2012-10107, p. 57-58. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas>. Acesso em: 15 dez. 2018.

Tratando-se de sociedade limitada, o FIP responderá solidariamente com os demais sócios pela completa integralização do capital social¹³³.

Além disso, estará sujeito à responsabilização decorrente da desconsideração da personalidade jurídica da sociedade investida¹³⁴ e, notadamente em sociedades anônimas, por abuso do poder de controle¹³⁵. Podem também ocorrer responsabilizações administrativas perante a CVM, solidária e subsidiária para com a sociedade no âmbito do direito do trabalho, do consumidor ou da lei anticorrupção (MARTINS NETO, 2017, p. 99-139).

Relativamente ao contrato de subscrição de quotas do fundo firmado por este e por seus investidores, é certo que os quotistas têm o dever de pagar valor líquido, certo e exigível. Assim, poderão ser acionados judicialmente pelo FIP, representado pelo sua administradora¹³⁶, configurando-se hipótese de execução de título extrajudicial, nos termos do art. 784, III do Código de Processo Civil.

¹³³BRASIL, Código Civil (2002). Art. 1.052. *Na sociedade limitada, a responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social.* BRASIL, Lei n. 6.404/1976. Art. 1º *A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.*

¹³⁴BRASIL, Código Civil (2002). Art. 50. *Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica.*

¹³⁵ BRASIL, Lei n. 6.404/1976. 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 assembleia 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. §2º No caso da alínea e do § 1º, o administrador ou fiscal que praticar o ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador. §3º O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo.*

¹³⁶A lei que trata dos fundos de investimento imobiliários é expressa ao determinar que a instituição administradora do fundo compete representá-lo ativa e passivamente, judicial e extrajudicialmente. Cf. art. 14 da Lei n. 8.668/1993.

A responsabilidade de quotistas do FIP vai além da acima mencionada, abrangendo situações em que prejuízos causados pelo FIP a terceiros precisam ser ressarcidos mediante o aporte de recursos extraordinários pelos quotistas.

Ora, os deveres da gestora do FIP relativos à realização de investimentos envolvem prestações de fazer que se configuram como meio para a obtenção de resultado positivo e desejado pelos quotistas. Não há dever de resultado predeterminado pela gestora a partir do exercício diligente de suas funções. O risco do insucesso das operações realizadas não é assumido pela gestora, mas sim pelo próprio FIP. À gestora caberá tão somente realizar as atividades no âmbito de sua competência, conforme designado no próprio regulamento e em atenção à legislação e deliberações da AGQ.

Assim, não havendo dolo ou culpa da administradora ou da gestora, toda e qualquer despesa com prejuízos por atos praticados em nome do FIP constituirá encargo dele próprio¹³⁷. Prejuízos decorrentes de operações de investimento e desinvestimento realizadas com diligência e observância do regulamento pela gestora serão suportados pelo FIP, atingindo-o enquanto massa patrimonial especial. Indiretamente, os prejuízos são suportados pelos quotistas em razão da desvalorização de suas respectivas quotas. Recorda-se que o valor das quotas é calculado com base no valor de patrimônio líquido do fundo.

Caso os prejuízos ultrapassem o valor dos ativos do fundo, configurando-se patrimônio líquido negativo, conforme determina a Instrução CVM n. 555/2014, e, em geral, constando nos regulamentos dos FIPs como descrição do próprio risco do investimento, os quotistas serão chamados a aportar capital extraordinário no fundo a fim de que sejam quitadas as prestações por ele devidas (MARTINS NETO, 2017, p. 147)¹³⁸.

Esse é um dever assumido pelos investidores, que atestam, de antemão, mediante assinatura de termo de adesão e ciência de risco, que têm ciência de que as estratégias adotadas pela gestora

¹³⁷COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 45. *Constituem encargos do fundo, além das remunerações de que trata o art. 9º, VII, as seguintes despesas: VII – parcela de prejuízos não coberta por apólices de seguro e não decorrente de culpa ou dolo dos prestadores dos serviços de administração no exercício de suas respectivas funções.*

¹³⁸COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. 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.*

do FIP podem resultar em perdas superiores ao capital aplicado, ocasionando a necessidade de aportes extraordinários para cobrir prejuízos¹³⁹.

É certo que as operações realizadas pelo fundo, em última instância, visam ao benefício de seus quotistas. Não há na legislação atual qualquer dispositivo que limite a responsabilidade dos quotistas tão somente ao valor das quotas subscritas sem que possam ser diretamente demandados por terceiros prejudicados pelas atividades praticadas pelo fundo. Ainda que o fundo seja, objetivamente, um patrimônio destacado do patrimônio pessoal dos quotistas, tal separação somente ensejaria uma limitação à garantia geral dos credores do fundo caso houvesse disposição expressa na lei nesse sentido.

Depreende-se, portanto, que o quotista do FIP: (i) assume riscos ao subscrever quotas do FIP; e (ii) tem interesse próprio nas atividades praticadas pelo FIP, que, eventualmente, pode causar danos a terceiros. Considerando o vínculo legal entre quotistas e fundo, dado que essencialmente os direitos e deveres dos quotistas em face ao fundo estão previamente delimitados na regulação aplicável, sustenta-se que os quotistas poderão ser responsabilizados subjetivamente pelas dívidas do FIP. Todavia, essa responsabilidade assume caráter de subsidiariedade na medida em que os quotistas apenas são chamados a arcar com as prestações em caso de patrimônio líquido negativo do fundo, mediante o aporte de recursos extraordinários.¹⁴⁰ Havendo dolo ou culpa da administradora ou da gestora é que os quotistas poderão demandar o respectivo ressarcimento, tendo o ônus de ingressar com a ação judicial respectiva (MARTINS NETO, 2017, p. 153).

Ainda que se entenda possível a demanda direta de credores por quotistas do FIP, em caso de inadimplemento desse, em pesquisa jurisprudencial realizada não foi encontrado nenhum caso prático que retratasse tal situação¹⁴¹. Tal pesquisa partiu do levantamento de dados sobre FIPs com

¹³⁹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 25. *Todo cotista ao ingressar no fundo deve atestar, mediante formalização de termo de adesão e ciência de risco, que: (...) II – tem ciência: (...) d) se for o caso, de que as estratégias de investimento do fundo podem resultar em perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. (...)*

¹⁴⁰No que toca à responsabilidade civil dos quotistas frente aos seus próprios credores, por certo as quotas do fundo, integrantes do patrimônio pessoal dos quotistas poderão ser atingidas, tal qual a regra aplicável às sociedades contratuais. BRASIL, Código Civil (2002). Art. 1.026. *O credor particular de sócio pode, na insuficiência de outros bens do devedor, fazer recair a execução sobre o que a este couber nos lucros da sociedade, ou na parte que lhe tocar em liquidação. Parágrafo único. Se a sociedade não estiver dissolvida, pode o credor requerer a liquidação da quota do devedor, cujo valor, apurado na forma do art. 1.031, será depositado em dinheiro, no juízo da execução, até noventa dias após aquela liquidação.*

¹⁴¹Na pesquisa, foram utilizadas diversas palavras chave, como: fundo de investimento, FIP, patrimônio líquido negativo, cotista de FIP e responsabilidade de cotista. A ausência de resultados pode decorrer do fato de muitas das demandas relativas aos fundos serem resolvidas por arbitragem, não judicialmente. Como exemplo prático, porém envolvendo fundos de pensão, em pesquisa por notícias relacionadas ao patrimônio negativo de fundos na página da

patrimônio líquido negativo, conforme informações disponibilizadas na página da CVM na internet.

Metodologicamente, os passos seguidos foram: (i) acesso à página nos campos “fundos”, “consulta a informações de fundos” e “fundos de investimento registrados”; e (ii) seleção do tipo de fundo a ser pesquisado, qual seja “FDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES FIP”. Não foi preenchido o campo de nome ou CNPJ na intenção de que os resultados abrangessem todos os FIPs registrados. Filtrando pelo patrimônio líquido negativo, o resultado¹⁴² foi o seguinte:

Tabela 1 - FIPs com patrimônio líquido negativo

NOME DO FUNDO	ADMINISTRADOR	SITUAÇÃO ATUAL DO FIP	PL TOTAL (R\$)
Auckland - Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia	Santander Securities Services Brasil DTVM S.A	Liquidação	-100,5
Brasil Equity Properties Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia	Santander Securities Services Brasil DTVM S.A	Funcionamento normal	-43.457,45
Educação BR Fundo de Investimento em Participações - Multiestratégia	Única Administração e Gestão de Recursos Ltda.	Funcionamento normal	-1.058,47
FIR Ventures Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia	FIR Capital Partners - Gestão de Investimentos S/A	Funcionamento normal	-0,35
Fundo de Investimento em Participações Bioenergia Multiestratégia	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.	Funcionamento normal	-94.775,14
Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia OAS Empreendimentos	Caixa Economica Federal	Funcionamento normal	-1.241,76
Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia RG Estaleiros	Caixa Economica Federal	Funcionamento normal	-2.110,03
Fundo de Investimento em Participações Plural Capital Sports I	Genial Investimentos Corretora de Valores Mobiliários S.A.	Funcionamento normal	-13,24
Fundo de Investimento em Participações Plural Capital Sports II	Genial Investimentos Corretora de Valores Mobiliários S.A.	Liquidação	-1,01
Fundo de Investimento em Participações Sondas - Multiestratégia	Caixa Economica Federal	Funcionamento normal	-1.196,60
Fundo de Investimento em Participações Turismo Brasil Multiestratégia	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.	Funcionamento normal	-362,48

CVM na internet, cita-se a “operação Greenfield” que, contando com trabalhos colaborativos da CVM, Ministério Público, Polícia Federal, Superintendência Nacional da Previdência Complementar (Previc), Tribunal de Contas da União e outros, investiga possíveis crimes contra o mercado financeiro e irregularidades relacionadas à gestão fraudulenta em fundos de pensão, em especial o Funcef, Petros, Previ e Postalís. A má gestão teria ocasionado prejuízos significativos aos fundos, os quais passaram a ser suportados por seus quotistas, chamados a aportar recursos extraordinários. Funcef, Petros, Previ e Postalís referem-se aos fundos de pensão destinados à funcionários da Caixa Econômica Federal, da Petrobrás, do Banco do Brasil e dos Correios, respectivamente. Disponível em: <www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2016/20160905-1.html>. Acesso em: 14 out. 2018.

¹⁴² Levantamento realizado até a data de 07 de outubro de 2018.

Fundo de Investimento em Participações Ubatuba - Multiestratégia	Intrader DTVM Ltda.	Funcionamento normal	-77,21
GP Desenvolvimento FIP	HSI - Hemisfério Sul Investimentos S.A.	Funcionamento normal	-8,05
Jacumã Fundo de Investimento em Participações - Multiestratégia	Oliveira Trust DTVM S.A.	Liquidação	-2.418,97
Malls Fundo De Investimento em Participações - Multiestratégia	Brasil Plural S.A. Banco Múltiplo	Liquidação	-38,51
Óleo E Gás Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia	Caixa Economica Federal	Funcionamento normal	-3.406,70
Sol Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia	Oliveira Trust Servicer S/A	Funcionamento normal	-16,76
Solaris Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia	Intrader DTVM Ltda.	Funcionamento normal	-18,66
Trindade Ventures Fundo de Investimento em Participações - Multiestratégia	Oliveira Trust Servicer S/A	Liquidação	-7,5
Verti DV 1 Fundo de Investimento em Participações	Única Administração e Gestão de Recursos Ltda.	Liquidação	-171,47

Fonte: sítio eletrônico da CVM

Outras hipóteses ensejadoras do chamamento de quotistas para o aporte extraordinário no FIP podem decorrer de deliberações da própria AGQ. Assim, quando da prestação de garantias pelo FIP, havendo inadimplemento pelo mesmo, a execução poderá recair sobre os ativos da carteira, desencadeando a redução do patrimônio líquido e, conseqüentemente, do valor das quotas. Assim, valores mobiliários de sua titularidade poderão ser penhorados. Diante dessa situação, é possível que a AGQ delibere pelo aporte de recursos extraordinários para o adimplemento da garantia e despesas extras no intuito de evitar a liquidação de valores mobiliários em condições desfavoráveis de mercado ou mesmo sua penhora (MARTINS NETO, 2017, p. 153-154).

Ademais, conforme determina a Instrução CVM n. 555/2014, o fundo que, após 90 dias no início de suas atividades, a qualquer tempo, tiver patrimônio líquido médio diário inferior a um milhão de reais pelo período de 90 (noventa) dias consecutivos deve ser imediatamente liquidado ou incorporado a outro fundo, o que somente não se aplica aos fundos que já estejam em processo de liquidação¹⁴³. Na situação de liquidação do fundo, será realizado o resgate de quotas, o qual, em alguns casos, poderá ocorrer até mesmo mediante dação em pagamento de valores mobiliários de titularidade do FIP aos seus respectivos quotistas¹⁴⁴.

¹⁴³COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 555/2014. Art. 138. Após 90 (noventa) dias do início de atividades, o fundo em funcionamento que mantiver, a qualquer tempo, patrimônio líquido médio diário inferior a R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) pelo período de 90 (noventa) dias consecutivos deve ser imediatamente liquidado ou incorporado a outro fundo. Parágrafo único. O disposto no caput não se aplica aos fundos em processo de liquidação.

¹⁴⁴No FIP Capital Sementes Credistore, por exemplo, o regulamento determina que a liquidação deve ocorrer ao término do prazo de duração previsto para o fundo ou antecipadamente, se assim deliberar a AGQ. As quotas devem ser resgatas em moeda corrente nacional, porém, não havendo recursos em moeda, a administradora deve convocar a

Por fim, no âmbito da responsabilidade administrativa, vale ressaltar que a administradora e demais prestadores de serviços do FIP respondem perante a CVM na esfera de suas respectivas competências por atos praticados em desconformidade à legislação e à política de investimentos prevista no regulamento. Não consta na regulação aplicável que tal responsabilidade independe de culpa ou dolo dos agentes, razão pela qual se sustenta tratar-se de responsabilidade civil subjetiva. Configura, portanto, hipótese de responsabilidade extracontratual ou aquiliana, por decorrer diretamente da violação de lei.

3.6 Influência do FIP nas sociedades empresárias investidas

Como visto, o FIP deve participar do processo decisório das sociedades por ele investidas, com efetiva influência na definição de suas políticas estratégicas e na sua gestão. Para cumprir esse fim, o FIP poderá, por exemplo, celebrar acordos de acionistas ou quotistas que lhe assegurem influência, indicar membros para a administração ou figurar em bloco de controle¹⁴⁵.

Estará, todavia, dispensado de participar dos processos decisórios das investidas em alguns casos, como quando o investimento do FIP representar menos da metade do percentual originalmente investido e menos de 15% do capital social, e em companhias listadas em segmentos

AGQ para deliberar sobre a entrega de valores mobiliários com pagamento do resgate ou pela prorrogação do fundo. Caso a AGQ não delibere pela prorrogação do FIP e não haja acordo sobre os procedimentos de transferência de valores mobiliários em razão do resgate, tais valores serão dados em pagamento aos quotistas fora do âmbito da CETIP, mediante a constituição de um condomínio, cuja fração ideal de cada quotista será calculada de acordo com a proporção de quotas detida por cada um sobre o valor de quotas em circulação, sendo que, após a constituição do condomínio, a administradora estará autorizada a liquidar o FIP perante as autoridades competentes. A administradora do Credistore notifica, então, os quotistas para que nomeiem um administrador para o condomínio de valores mobiliários, na forma do artigo 1.323 do Código Civil. Caso os quotistas não procedam à nomeação, a função será exercida pelo quotista que detiver a maioria das quotas em circulação. O regulamento dispõe também que caso o FIP não tenha recursos para cobrir custos e despesas, inclusive que sejam necessários para salvaguardar direitos por meio de cobrança judicial ou extrajudicial, os quotistas poderão ter que aportar recursos extraordinários no FIP na proporção de suas quotas. A administradora não está obrigada pelo adiantamento ou pagamento desses custos e despesas. O regulamento consultado é datado de 11 de julho de 2017. Os regulamentos de todos os fundos de investimento registrados podem ser consultados em plataforma eletrônica da CVM na internet. Disponível em: <http://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg>. Acesso em: 16 set. 2018.

¹⁴⁵COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 6º. *A participação do fundo no processo decisório da sociedade investida pode ocorrer: 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 ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, inclusive por meio da indicação de membros do conselho de administração. Parágrafo único. Fica dispensada a participação do fundo no processo decisório da sociedade investida quando: I – o investimento do fundo na sociedade for reduzido a menos da metade do percentual originalmente investido e passe a representar parcela inferior a 15% do capital social da investida; ou II – o valor contábil do investimento tenha sido reduzido a zero e haja deliberação dos cotistas reunidos em assembleia geral mediante aprovação da maioria das cotas subscritas presentes, caso o regulamento não estipule um quórum mais elevado.*

especiais de negociação de valores mobiliários, nos quais são assegurados padrões mais elevados de governança corporativa, desde que cumpridos determinados limites de investimento impostos pela CVM¹⁴⁶.

Tratando-se as sociedades investidas pelo FIP de companhias fechadas, nas quais o regime informacional é, em geral, inferior ao adotado por companhias abertas, existem requisitos mínimos de governança corporativa a serem adotados (MARTINS NETO, 2017, p. 62-63). Em regra, as companhias devem: (i) proibir a emissão de partes beneficiárias¹⁴⁷ e não ter tais títulos em circulação; (ii) estabelecer mandato unificado de até dois anos para todo o Conselho de Administração, se existente; (iii) disponibilizar aos acionistas os contratos com partes relacionadas¹⁴⁸, acordos de acionistas e programas de opção de aquisição de ações ou outros valores mobiliários de emissão da companhia; (iv) aderir à câmara de arbitragem para a resolução de conflitos; (v) em caso de obtenção de registro de companhia aberta na categoria A¹⁴⁹, obrigar-

¹⁴⁶COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 7º *O requisito de efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão das sociedades investidas de que trata o art. 5º não se aplica ao investimento em companhias investidas listadas em segmento especial de negociação de valores mobiliários, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, voltado ao mercado de acesso, que assegure, por meio de vínculo contratual, padrões de governança corporativa mais estritos que os exigidos por lei, desde que corresponda a até 35% (trinta e cinco por cento) do capital subscrito do fundo. §1º O limite de que trata o caput será de 100% (cem por cento) durante o prazo de aplicação dos recursos, estabelecido em até 6 (seis) meses contados de cada um dos eventos de integralização de cotas previstos no compromisso de investimento. §2º Caso o fundo ultrapasse o limite estabelecido no caput por motivos alheios à vontade do gestor, no encerramento do respectivo mês e tal desenquadramento perdure quando do encerramento do mês seguinte, o administrador deve: I – comunicar à CVM imediatamente a ocorrência de desenquadramento passivo, com as devidas justificativas, bem como previsão para reenquadramento; e II – comunicar à CVM o reenquadramento da carteira, no momento em que ocorrer.*

¹⁴⁷Partes beneficiárias são títulos de dívida emitidos por companhias, estranhos ao capital social e sem valor nominal, conferidores de direito de crédito eventual consistente na participação nos lucros anuais da companhia emissora. As partes beneficiárias foram retiradas do rol de valores mobiliários contido no artigo 2º da Lei n. 6.385/1976 em razão da alteração promovida pela Lei n. 10.303/2001, além disso foi vedada a sua emissão por companhias abertas. Sua disciplina está contida na Lei de Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976), no capítulo IV, artigo 46 ao 51.

¹⁴⁸Não há uma definição legal de “contratos com partes relacionadas”. De modo geral, esses contratos envolvem partes que são ligadas entre si ou a um grupo comum no qual se manifesta poder de controle decorrente de relação societária, contratual, familiar, gerencial ou até mesmo afetiva (CAMARGO, 2012, p. 51 e 52). A partir da leitura de regulamentos de FIPs registrados na CVM, observa-se que alguns trazem definições de “partes relacionadas” em seus preâmbulos. Assim, os regulamentos do JNC Fundo de Investimento em Participações – Capital Semente, datado de 15 de março de 2017, e do Santos Dumont – Fundo de Investimento em Participações – Capital Semente, datado de 21 de outubro de 2016, por exemplo, as definem como: empregados, diretores, sócios ou representantes legais, cônjuges e/ou parentes até o segundo grau, sociedades controladoras, coligadas, subsidiárias ou que exerçam controle comum.

¹⁴⁹Os emissores de valores mobiliários destinados à negociação no mercado regulado pela CVM devem obter registro junto a ela e podem requerê-lo nas categorias A ou B. O registro na categoria A autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor no mercado, enquanto o registro na categoria B não inclui a autorização para negociação de ações e certificados de depósito de ações, tampouco valores mobiliários que confirmam ao seu titular o direito de adquirir ações ou certificados de depósitos de ações, desde que emitidos pelo próprio emissor ou por sociedade empresária pertencente ao mesmo grupo. Cf. art. 2º da Instrução CVM n. 480/2009.

se a aderir a segmento especial de bolsa¹⁵⁰ ou de entidade de mercado de balcão organizado que assegure as práticas de governança diferenciadas; e (vi) realizar auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM¹⁵¹.

Tratando-se de sociedades limitadas, os investimentos poderão ser realizados apenas por FIPs classificados nas categorias Capital Semente ou Multiestratégia, sendo, em regra, dispensado o atendimento, pelas investidas, às práticas de governança acima descritas.

No que toca ao exercício do direito de voto do FIP nas investidas, as diretrizes podem ficar a cargo da gestora nos termos do regulamento, ou até mesmo de um Comitê especialmente criado para isso. No Brazilian Towers Fundo de Investimento em Participações, por exemplo, é prevista a criação de um Comitê Gestor e de Investimentos, composto por três membros eleitos e destituíveis pelos quotistas reunidos em AGQ, cuja atribuição é exatamente deliberar sobre o voto a ser proferido pela gestora, em nome do fundo, nas Assembleias Gerais de Acionistas das investidas¹⁵².

Assegurando sua influência, as investidas pelo TCP Industrial Fundo de Investimento em Participações Capital Semente devem ser companhias cujo estatuto determine a obrigatoriedade de aprovação por Assembleia Geral de Acionistas, com o voto favorável do FIP investidor, de matérias como: a aquisição, venda ou promessa de compra e venda, bem como a constituição de

¹⁵⁰Conforme informações disponíveis no site da B3, bolsa de valores do Brasil, sediada em São Paulo, seus segmentos especiais de listagem são chamados de Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2. Esses segmentos prezam por regras de governança corporativa diferenciadas a serem adotadas pelas sociedades empresárias neles listadas. As regras de governança atraem investidores e asseguram aos acionistas direitos relacionados à divulgação de informações ao mercado. Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 30 jun. 2018.

¹⁵¹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 8º. *As companhias fechadas referidas no art. 5º 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 categoria A, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou entidade administradora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, práticas diferenciadas de governança corporativa previstas nos incisos anteriores; e VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.*

¹⁵²Conforme dispõe o regulamento deste FIP, datado de 17 de outubro de 2016, em seu artigo 31, inciso VIII, os membros do Comitê devem atender a alguns requisitos: (i) possuir graduação em curso superior; (ii) possuir no mínimo três anos de experiência profissional em atividades correlatas a estruturação de investimentos ou ser especialista setorial de setores de atuação das investidas; (iii) possuir disponibilidade e compatibilidade de tempo; (iv) assinar termo de posse atestando que possui as qualificações necessárias. Também na linha de criar um Comitê de Investimentos cita-se o regulamento do Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia Genoma I, datado de 17 de maio de 2017. Disponível em: <http://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg>. Acesso em: 16 set. 2018.

hipoteca ou alienação fiduciária sobre bens imóveis pertencentes à companhia; a outorga de garantias em relação a obrigações de terceiros; além da realização de acordos que possam alterar o quadro de acionistas. Também há previsão em regulamento no sentido de que o FIP seja o titular da maioria do capital votante, atuando como controlador e celebrando acordo de acionistas que assegure direitos de eleição e destituição de todos os membros da administração, assim como direitos de acionista majoritário para a alienação de todas as ações.

3.7 Divulgação de informações

Sendo alvo de regulação e fiscalização pela CVM, os fundos de investimento precisam cumprir exigências relativas à prestação de informações pela administradora. Nesse sentido, o regulamento do FIP, por exemplo, é disponibilizado em sítio eletrônico da CVM para consulta. Além disso, o FIP deve ter escrituração contábil própria e suas demonstrações financeiras precisam ser segregadas das demonstrações da administradora, a qual é responsável pela elaboração e divulgação das mesmas¹⁵³. As demonstrações contábeis devem ser anualmente auditadas por auditor independente registrado na CVM e precisam ser elaboradas e divulgadas dentro dos critérios contábeis fixados pela Instrução CVM n. 579/2016¹⁵⁴.

O FIP pode ser contabilmente qualificado ou não como entidade de investimento, na medida em que atenda a certos requisitos, o que tem impacto sobre as regras de divulgação de informações e auditorias¹⁵⁵. São qualificados como entidades de investimento os fundos que, cumulativamente: (i) tenham sua carteira gerida profissionalmente, cabendo à gestora plena discricionariedade na representação e tomada de decisões junto às investidas; (ii) se comprometam a investir os recursos unicamente com o propósito de retorno aos seus quotistas; (iii) mensurem e

¹⁵³COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 47. *O fundo deve ter escrituração contábil própria, devendo as suas contas e demonstrações contábeis serem segregadas das do administrador.*

¹⁵⁴COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 49. *A elaboração das demonstrações contábeis deve observar as normas específicas baixadas pela CVM. §1º O administrador é o responsável pela elaboração e divulgação das demonstrações contábeis do fundo e, assim, deve definir a sua classificação contábil entre entidade ou não de investimento e efetuar o adequado reconhecimento, mensuração e divulgação do valor dos investimentos do fundo, conforme previsto na regulamentação específica.*

¹⁵⁵Para os FIPs Capital Semente, por exemplo, há dispensa no cumprimento de certas regras de governança corporativa pelas sociedades investidas, como na obrigatoriedade de demonstrações contábeis auditadas por auditor independente registrado na CVM. Essa dispensa não se aplicará, entretanto, caso o FIP não seja contabilmente classificado como entidade de investimento. Cf. art. 15, §5º da Instrução CVM n. 578/2016.

avaliem o desempenho de seus investimentos; (iv) definam estratégias objetivas e claras para as operações de desinvestimento¹⁵⁶.

Periodicamente, a administradora do fundo deverá enviar, aos quotistas e à entidade administradora de mercado organizado, informações sobre o encerramento do exercício e composição da carteira, com discriminação da quantidade e espécie de valores mobiliários¹⁵⁷. A administradora também está obrigada a divulgar amplamente atos e fatos relevantes relacionados ao funcionamento do FIP e aos valores mobiliários de sua carteira. São relevantes as deliberações, atos ou fatos de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro que possam influenciar de modo ponderável na cotação de quotas ou valores mobiliários a elas referenciadas, na decisão de investidores de comprar, vender ou manter as quotas em suas titularidades, bem como na decisão de exercer direitos inerentes à condição de titulares de quotas ou de valores mobiliários a elas referenciados¹⁵⁸.

¹⁵⁶COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 579/2016. Art. 4º São qualificados como entidades de investimento os fundos que, cumulativamente: I – obtenham recursos de um ou mais investidores com o propósito de atribuir o desenvolvimento e a gestão de uma carteira de investimento a um gestor qualificado que deve possuir plena discricionariedade na representação e na tomada de decisão junto às entidades investidas, não sendo obrigado a consultar os cotistas para essas decisões e tampouco indicar os cotistas ou partes a eles ligadas como representantes nas entidades investidas. II – se comprometam com os investidores com o objetivo de investir os recursos unicamente com o propósito de retorno através de apreciação do capital investido, renda ou ambos; III – substancialmente mensurem e avaliem o desempenho de seus investimentos, para fins de modelo de gestão, com base no valor justo; e IV – definam nos seus regulamentos estratégias objetivas e claras a serem utilizadas para o desinvestimento, assim como a atribuição do gestor de propor e realizar, dentro do prazo estabelecido na estratégia, o desinvestimento, de forma a maximizar o retorno para os cotistas. Parágrafo único. Não caracteriza desatendimento ao disposto no inciso I os casos em que os cotistas deliberem sobre propostas encaminhadas pelo gestor, por meio de comitê de investimento, em relação às decisões inerentes à composição da carteira do fundo.

¹⁵⁷COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 48, caput. O exercício do fundo deve ser encerrado a cada 12 (doze) meses, quando devem ser levantadas as demonstrações contábeis do fundo relativas ao período findo. Art. 50. As demonstrações contábeis anuais do fundo devem ser auditadas por auditor independente registrado na CVM, observadas as normas que disciplinam o exercício dessa atividade. §1º A auditoria das demonstrações contábeis não é obrigatória para fundos em atividade há menos de 90 (noventa) dias. §2º Caso seja utilizada a faculdade prevista no § 1º: I – fica dispensado o envio das demonstrações contábeis do fundo, previsto no art. 46, III, correspondentes ao encerramento do primeiro exercício, o qual não poderá ter duração maior do que 90 (noventa) dias; e II – a auditoria das demonstrações contábeis do fundo correspondentes ao segundo exercício, comparativas com as do primeiro exercício, deve abranger o primeiro período de até 90 (noventa) dias e o segundo de 12 (doze) meses.

¹⁵⁸COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 53. O administrador é obrigado a divulgar ampla e imediatamente a todos os cotistas na forma prevista no regulamento do fundo e por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM, e para a entidade administradora de mercado organizado onde as cotas estejam admitidas à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado ao funcionamento do fundo ou aos ativos integrantes de sua carteira. §1º Considera-se relevante qualquer deliberação da assembleia geral ou do administrador, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado ao fundo que possa influir de modo ponderável: I – na cotação das cotas ou de valores mobiliários a elas referenciados; II – na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter as cotas; e III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular das cotas ou de valores mobiliários a elas referenciados. §2º Os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente,

Eventualmente, devem ser disponibilizados aos quotistas outros documentos, como edital de convocação e outros necessários à realização de AGQ; sumário de deliberações tomadas; prospecto; materiais publicitários e anúncios de encerramento da oferta pública de distribuição de quotas¹⁵⁹.

3.8 Classificação dos Fundos de Investimento em Participações

Há seis categorias de FIPs estabelecidas conforme os tipos de valores mobiliários que compõem suas respectivas carteiras de investimentos, sendo a denominação de cada um deles composta da expressão “Fundo de Investimento em Participações” acrescida de sufixo pertinente ao objeto a que se destina a investir: **Capital Semente, Empresas Emergentes, Infraestrutura (FIP IE), Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP PD&I) e Multiestratégia**. Os FIPs destinados a realizar investimentos em sociedades empresárias cuja atividade principal esteja voltada à promoção da inovação, nos termos da Lei n. 10.973/2004, devem conter, ainda, em sua denominação a expressão “Inovação”¹⁶⁰.

Em resposta a uma das questões centrais dessa pesquisa, evidente que há uma categoria de FIP especialmente destinada a realizar investimentos em sociedades empresárias cujo objeto social esteja voltado à inovação, qual seja a FIP PD&I. Todavia, observa-se que qualquer que seja a categoria de FIP poderá servir aos investimentos em sociedades inovadoras, e quando esse for um

deixar de ser divulgados se o administrador entender que sua revelação põe em risco interesse legítimo do fundo ou das companhias ou sociedades investidas. §3º O administrador fica obrigado a divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada das cotas do fundo.

¹⁵⁹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 51. *O administrador deve disponibilizar aos cotistas e à CVM os seguintes documentos, relativos a informações eventuais sobre o fundo: I – edital de convocação e outros documentos relativos a assembleias gerais, no mesmo dia de sua convocação; II – no mesmo dia de sua realização, o sumário das decisões tomadas na assembleia geral ordinária ou extraordinária, caso as cotas do fundo estejam admitidas à negociação em mercados organizados; III – até 8 (oito) dias após sua ocorrência, a ata da assembleia geral; e IV – prospecto, material publicitário e anúncios de início e de encerramento de oferta pública de distribuição de cotas, nos prazos estabelecidos em regulamentação específica.*

¹⁶⁰COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 3º. *Da denominação do fundo deve constar a expressão “Fundo de Investimento em Participações”, acrescida da referência à classificação do fundo nos termos do disposto no Capítulo III. Parágrafo único. A denominação do fundo não podem ser acrescidos termos ou expressões que induzam interpretação indevida quanto a seus objetivos, sua política de investimento, seu público alvo ou o eventual tratamento tributário específico a que estejam sujeitos o fundo ou seus cotistas. Art. 14. Os FIP devem ser classificados nas seguintes categorias quanto à composição de suas carteiras: I – Capital Semente; II – Empresas Emergentes; III – Infraestrutura (FIP-IE); IV – Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I); e V – Multiestratégia. Parágrafo único. Os fundos destinados à aplicação em empresas cuja atividade principal seja a inovação, nos termos do disposto na Lei nº 10.973, de 2004, devem conter, em sua denominação, a expressão “Inovação”.*

objetivo central da política de investimentos bastará sua previsão em regulamento e que seja referenciado em sua denominação.

A partir de pesquisa realizada na página da CVM na internet, foram levantados alguns dados quanto ao número de FIPs registrados, inclusive conforme cada categoria. A metodologia de pesquisa foi a mesma utilizada para levantamento dos FIPs com patrimônio líquido negativo.

O resultado da pesquisa¹⁶¹ indica que existem 927 (novecentos e vinte e sete) FIPs registrados na CVM. O montante de R\$257.169.097,13 (duzentos e cinquenta e sete milhões, cento e sessenta e nove mil, noventa e sete reais e treze centavos) representa o patrimônio líquido total dos FIPs.

Buscando a palavra “Capital Semente”, foram encontrados 23 (vinte e três) FIPs, somando um patrimônio líquido de R\$521.455,46 (quinhentos e vinte e um mil, quatrocentos e cinquenta e cinco reais e quarenta e seis centavos). Com a expressão “Empresas Emergentes” foram encontrados 28 (vinte e oito) FIPs, com patrimônio líquido total de R\$1.983.904,02 (um milhão, novecentos e oitenta e três mil, novecentos e quatro reais e dois centavos). Quanto à categoria PD&I, nenhum FIP foi encontrado. Em relação aos “Infraestrutura¹⁶²”, foram encontrados 23 (vinte e três) FIPs, com patrimônio líquido total de R\$2.402.298,21 (dois milhões, quatrocentos e dois mil, duzentos e noventa e oito reais e vinte e um centavos). Com a palavra-chave “Multiestratégia”, foram encontrados 749 (setecentos e quarenta e nove) FIPs, com patrimônio líquido total de R\$238.197.283,81 (duzentos e trinta e oito milhões, cento e noventa e sete mil, duzentos e oitenta e três reais e oitenta e um centavos). Por fim, apesar de não ser propriamente uma categoria, em relação aos Fundos de Investimento em Quotas de FIP, foram encontrados 39 (trinta e nove), com o patrimônio líquido total de R\$7.347.252,43 (sete milhões, trezentos e quarenta e sete mil, duzentos e cinquenta e dois reais e quarenta e três centavos). Os demais 65 (sessenta e cinco) FIPs listados não possuem sufixo indicativo de suas respectivas categorias.

Tabela 2 - Quantidade de FIPs registrados na CVM conforme categorias

CATEGORIA	QUANTIDADE	PL TOTAL (R\$)
Capital Semente	23	521.455,46
Empresas Emergentes	28	1.983.904,02
PD&I	0	0

¹⁶¹Na data de 07 de outubro de 2018.

¹⁶²Foram também utilizadas variações como “Infraestrutura” e IE.

Infraestrutura	23	2.402.298,21
Multiestratégia	749	238.197.283,81
FICFIP	39	7.347.252,43

Fonte: sítio eletrônico da CVM.

Utilizando a palavra “inovação”, foram identificados 9 (nove) FIPs, com patrimônio líquido total de R\$506.069,82 (quinhentos e seis mil, sessenta e nove reais e oitenta e dois centavos). Dos nove, um é da categoria Empresas Emergentes, quatro são Multiestratégia e quatro são Capital Semente.

Tabela 3 - FIPs cuja denominação contém a expressão "inovação"

NOME DO FUNDO	CATEGORIA	PL TOTAL (R\$)
DGF Inova FIP em Empresas Emergentes – Inovação	Empresas Emergentes	138.924,88
Inseed Fima Fundo de Inovação em Meio Ambiente Multiestratégia	Multiestratégia	51.569,53
FIP Capital Semente Sul Inovação	Capital Semente	13.277,72
FIP Multiestratégia Inovação e Tecnologia	Multiestratégia	327,11
FIP Multiestratégia Perform Key de Inovação em Meio Ambiente	Multiestratégia	127.157,94
Fundo SC – Capital Semente Inovação	Capital Semente	14.797,96
Horizonti FIP Capital Semente Inovação	Capital Semente	21.905,70
Inovação Paulista FIP Multiestratégia	Multiestratégia	104.394,12
Nascenti FIP Capital Semente Inovação	Capital Semente	33.714,86

Fonte: sítio eletrônico da CVM.

3.8.1 FIP Capital Semente

O FIP Capital Semente é categoria de FIP apta a realizar investimentos em sociedades empresárias embrionárias. O investimento de capital semente em geral está voltado para as sociedades que ainda estão surgindo no mercado, cujos planos negociais e estratégicos para o lançamento de produtos e serviços estão sendo desenhados. É exatamente por isso que o FIP Capital Semente pode investir seus recursos também em sociedades limitadas, além de sociedades anônimas de capital aberto ou fechado, pois comumente o tipo societário escolhido para novos empreendimentos por jovens sociedades inovadoras com recursos escassos é o de sociedade

limitada. O FIP Capital Semente é investidor acessível às *Startups*¹⁶³ constituídas como sociedades limitadas.

As companhias ou sociedades limitadas investidas por essa categoria de FIP devem cumprir o requisito de ter receita bruta anual¹⁶⁴ de até 16 milhões de reais, apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte de recursos, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos três exercícios sociais. Elas estão dispensadas de seguir algumas práticas de governança corporativa obrigatórias para companhias fechadas e assim não precisam, por exemplo, aderir à câmara de arbitragem para resolução de conflitos, realizar auditoria anual de suas demonstrações contábeis com auditores independentes registrados na CVM¹⁶⁵ ou estabelecer mandato unificado de até dois anos para todo o Conselho de Administração, se existente.

Quando, após o investimento realizado pelo FIP, a receita bruta anual da sociedade investida exceder o limite, essa deverá, em até dois anos, passar a atender algumas exigências de governança, variando conforme o quanto o limite tenha sido ultrapassado. Assim, se, por exemplo, a receita bruta anual ultrapassar o limite e, ainda, superar o valor de 300 milhões, a investida deverá cumprir integralmente as exigências de governança aplicáveis às companhias fechadas. Todavia, se a investida ultrapassar o limite, mas não exceder o valor de 300 milhões em sua receita bruta anual, deverá cumprir apenas as determinações sobre: a disponibilização de contratos com partes relacionadas, de acordos de acionistas e de programas de opções de aquisição de ações ou de outros valores mobiliários emitidos pela sociedade empresária aos seus acionistas ou quotistas; no caso de obtenção de registro de companhia aberta categoria A, obrigar-se perante o FIP a aderir a segmento especial da bolsa ou de entidade administradora de mercado de balcão organizado que

¹⁶³*Startups* são jovens sociedades empresárias ou empresários, em geral, de base tecnológica, que buscam empreender e inovar no mercado. As *Startups*, apesar de envolverem um cenário de incertezas, atraindo investimentos do tipo *venture capital* (capital de risco), lançam produtos compreendidos por um negócio repetível e escalável voltado para novas tecnologias e ações de inovação. Nesse sentido, a Associação Brasileira de Startups define para sua atuação, conforme consta em seu estatuto, alguns objetivos sociais, incluindo em seu artigo 5º: “I- representar perante a sociedade e o poder público em todos os seus níveis, os interesses das empresas nascentes de base tecnológica e de inovação que trabalham em condições de extrema incerteza”. Disponível em: <<http://www.abstartups.com.br/estatuto-da-associacao-brasileira-de-startups/>>. Acesso em: 05 jan. 2019.

¹⁶⁴COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 5º, §2º. *O investimento do fundo em sociedades limitadas, nos termos do referido no caput, deve observar o disposto no art. 15, inclusive quanto ao limite de receita bruta anual da investida e as disposições transitórias em caso de extrapolação deste limite. Art. 15. As companhias ou sociedades limitadas investidas pelo FIP – Capital Semente: I – devem ter receita bruta anual de até R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais) apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte do fundo, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos 3 (três) exercícios sociais; e II – estão dispensadas de seguir as práticas de governança previstas no art. 8º.*

¹⁶⁵Se forem contabilmente classificadas como entidades de investimento. Vide nota n. 155.

assegure práticas diferenciadas de governança corporativa; e realizar auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.¹⁶⁶

As sociedades empresárias que recebem investimentos do FIP Capital Semente não podem ser controladas direta ou indiretamente, por sociedades ou agrupamentos de sociedades que apresentem ativo total superior a 80 milhões de reais ou receita bruta anual superior a 100 milhões de reais no encerramento do exercício social imediatamente anterior ao primeiro aporte de recursos realizado pelo FIP. A restrição não se aplica, no entanto, quando a sociedade empresária investida for controlada por outro FIP, desde que as demonstrações contábeis do FIP controlador não sejam consolidadas nas demonstrações contábeis de quaisquer de seus quotistas, hipótese em que a investida deve se sujeitar a limitação de controle acima exposta¹⁶⁷.

3.8.2 FIP Empresas Emergentes

Conforme previu a Lei n. 10.973/2004, chamada “Lei de Inovação”, desde sua redação original, a CVM deveria editar normas complementares sobre a constituição, o funcionamento e a administração de fundos cujos recursos são destinados a empresas inovadoras, no prazo de 90 dias da data de sua publicação¹⁶⁸. A Lei de Inovação foi publicada em 03/12/2004 e, em 22/02/2005, a CVM editou a Instrução n. 415/2005, que acrescentou à Instrução n. 209/1994, que regulava os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, os artigos 43-A e 43-B. Esses

¹⁶⁶COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 15, §1º *Nos casos em que, após o investimento pelo fundo, a receita bruta anual da sociedade investida exceda ao limite referido no inciso I, a investida deve, em até 2 (dois anos) contados a partir da data de encerramento do exercício social em que apresente receita bruta anual superior ao referido limite: I – atender ao disposto no art. 8º, incisos III, V e VI, enquanto a sua receita bruta anual não exceder à R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais); ou II – atender integralmente ao art. 8º, caso a sua receita supere o montante referido no inciso I. §2º A receita bruta anual referida no inciso I do caput e no inciso I do §1º, deve ser apurada com base nas demonstrações contábeis consolidadas do emissor.*

¹⁶⁷COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 15, §3º *As companhias ou sociedades limitadas referidas no caput não podem ser controladas, direta ou indiretamente, por sociedade ou grupo de sociedades, de fato ou de direito, que apresente ativo total superior a R\$ 80.000.000,00 (oitenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$100.000.000,00 (cem milhões de reais) no encerramento do exercício social imediatamente anterior ao primeiro aporte do FIP. §4º O disposto no §3º não se aplica quando a sociedade for controlada por outro FIP, desde que as demonstrações contábeis desse FIP não sejam consolidadas nas demonstrações contábeis de qualquer de seus cotistas, hipótese em que a sociedade investida se sujeitará as regras contidas no §3º.*

¹⁶⁸BRASIL. Lei n. 10.973/2004. Art. 23. *Fica autorizada a instituição de fundos mútuos de investimento em empresas cuja atividade principal seja a inovação, caracterizados pela comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários, na forma da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão dessas empresas. Parágrafo único. A Comissão de Valores Mobiliários editará normas complementares sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos, no prazo de 90 (noventa) dias da data de publicação desta Lei.*

dispunham sobre o funcionamento e administração de Fundos de investimento em Empresas Emergentes Inovadoras destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes inovadoras, as quais eram consideradas como aquelas que, constituídas sob a forma de sociedade anônima, tinham objeto social voltado para a introdução de novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo ou social do qual resultassem novos produtos, processos ou serviços, nos termos da Lei de Inovação¹⁶⁹.

A Instrução CVM n. 209/1994, com as referidas modificações, foi revogada pela Instrução 578/2016, que passou a tratar da constituição, administração e funcionamento dos FIPs. Assim, o FIP passou a ser o principal tipo de fundo voltado para investimento em sociedades empresárias emergentes e inovadoras.

O FIP Empresas Emergentes pode investir em companhias, abertas ou fechadas, cuja receita bruta anual seja de até 300 milhões de reais, apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte de recursos pelo FIP, não tendo sido ultrapassado esse limite nos últimos três exercícios. As investidas também estão dispensadas de cumprir certas práticas de governança, como a obrigatoriedade de estabelecer mandato unificado de até dois anos para todo o Conselho de Administração e de aderir à câmara de arbitragem para resolução de conflitos¹⁷⁰. De forma análoga ao que ocorre em relação ao FIP Capital Semente, se após o investimento pelo FIP Empresas Emergentes a investida vier a ter receita bruta anual excedente ao limite fixado, deverá atender a exigências extras de governança, no prazo de dois anos contados do encerramento do exercício.

¹⁶⁹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 209/1994. Art. 43-A A Constituição, o funcionamento e administração dos fundos de investimento de que trata o art. 23 da Lei n. 10.973, de 2 de dezembro de 2004, reger-se-ão pelo disposto nesta Instrução. §1º Os fundos de investimento de que trata o caput conterão, em sua denominação, a expressão “Fundo de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras”, e serão destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes inovadoras. §2º Para efeito do disposto no §1º, consideram-se empresas emergentes inovadoras as empresas, constituídas sob a forma de sociedade anônima, cuja atividade principal seja voltada para a introdução de novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo ou social que resulte em novos produtos, processos ou serviços, nos termos do inciso IV do art. 2º da Lei n. 10.973, de 2004.

¹⁷⁰COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 16. As companhias investidas pelo FIP – Empresas Emergentes: I – devem ter receita bruta anual de até R\$300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte do fundo, sem que tenha apresentado receita bruta superior a esse limite nos últimos 3 (três) exercícios sociais; e II – estão dispensadas de seguir as práticas de governança de que trata o art. 8º, incisos I, II e IV. §1º Nos casos em que, após o investimento pelo fundo, a receita bruta anual da companhia investida exceda ao limite referido no inciso I do caput, a investida do fundo deve atender às práticas de governança de que trata o art. 8º no prazo de até 2 (dois) anos, contado a partir da data do encerramento do exercício social em que apresente receita bruta anual superior ao referido limite. §2º A receita bruta anual referida no inciso I do caput deve ser apurada com base nas demonstrações contábeis consolidadas do emissor.

As investidas não podem ser controladas, direta ou indiretamente, por sociedade ou agrupamentos de sociedades que apresente ativo total superior a 240 milhões de reais ou receita bruta anual superior a 300 milhões no encerramento do exercício social imediatamente anterior ao primeiro aporte de recursos pelo FIP¹⁷¹. Essa restrição não se aplica quando a companhia investida for controlada por outro FIP, desde que as demonstrações contábeis deste FIP não sejam consolidadas nas demonstrações de quaisquer dos seus quotistas.

3.8.3 FIP Infraestrutura e FIP – Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação

Sobre as regras aplicáveis ao funcionamento do FIP – Infraestrutura (FIP-IE) e do FIP – Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) cumpre dizer que há legislação ordinária específica. Trata-se da Lei n. 11.478/2007, que contém, inclusive, a disciplina tributária aplicável.

O FIP Infraestrutura deve destinar seus recursos à aquisição de valores mobiliários emitidos por companhias, abertas ou fechadas, que desenvolvam **novos projetos de infraestrutura**.¹⁷² Tratando-se de FIP Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação, as sociedades investidas devem ser aquelas que desenvolvam **novos projetos de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação** no território nacional.

Tanto em relação aos investimentos do FIP-IE quanto do FIP-PD&I, as companhias investidas devem atuar, seja no novo projeto de infraestrutura ou na produção de pesquisa, desenvolvimento e inovação, respectivamente, nos setores de energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação e outros tomados como prioritários pelo Poder Executivo Federal¹⁷³.

¹⁷¹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 16, §3º *As companhias referidas no caput não podem ser controladas, direta ou indiretamente, por sociedade ou grupo de sociedades, de fato ou de direito, que apresente ativo total superior a R\$240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$300.000.000,00 (trezentos milhões de reais), no encerramento do exercício social imediatamente anterior ao primeiro aporte do FIP. §4º O disposto no §3º não se aplica quando a companhia for controlada por outro FIP, desde que as demonstrações contábeis desse FIP não sejam consolidadas nas demonstrações contábeis de qualquer de seus cotistas, hipótese em que a sociedade investida se sujeitará as regras contidas no §3º.*

¹⁷²No FIP Infraestrutura (FIP-IE) e no FIP – Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I), a aplicação de recursos em debêntures não conversíveis **não** está limitada ao máximo de 33% do capital subscrito do fundo. Cf. art. 11, §1º e art. 17 da Instrução CVM n. 578/2016.

¹⁷³BRASIL. Lei n. 11.478/2007. Art. 1º. *As instituições autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para o exercício da administração de carteira de títulos de valores mobiliários poderão constituir Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) e Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I), sob a forma de condomínio fechado,*

São considerados novos projetos de infraestrutura: (i) os implementados após 22 de janeiro de 2007¹⁷⁴, (ii) os projetos implementados a partir da vigência da Lei n. 12.431/2011¹⁷⁵, por sociedades específicas criadas para tal fim e que atendam às exigências do Ministério da Ciência e Tecnologia¹⁷⁶, e (iii) as expansões de projetos já existentes, implantados ou em processo de implantação, desde que os investimentos e resultados sejam separados mediante a constituição de sociedade de propósito específico.

No que toca à qualificação dos projetos como prioritários pelo Poder Executivo Federal, segundo o Decreto n. 8.874/2016¹⁷⁷, são aqueles que sejam objeto de concessão, permissão, arrendamento, autorização ou parceria público-privada, nos termos da legislação pertinente¹⁷⁸ e que integrem o Programa de Parcerias de Investimento – PPI¹⁷⁹ ou programa que venha a sucedê-lo.

O PPI foi criado no âmbito da Presidência da República para ampliar e fortalecer a interação entre o Estado e a iniciativa privada por meio da celebração de contratos de parceria para a execução de empreendimentos públicos de infraestrutura. Podem integrar o programa: (i) os empreendimentos em execução ou que devam ser executados por meio de contratos de parceria entre setor privado e administração pública direta e indireta da União; (ii) os empreendimentos públicos de infraestrutura que, por delegação ou com fomento da União, sejam executados por

que terão, respectivamente, por objetivo o investimento no território nacional em novos projetos de infraestrutura e de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação. §1º Para os efeitos desta Lei, consideram-se novos projetos de infraestrutura implementados a partir da vigência desta Lei por sociedades especificamente criadas para tal fim, em: I – energia, II – transporte, III – água e saneamento básico, e IV – irrigação, V – outras áreas tidas como prioritárias pelo Poder Executivo Federal. §1º-A. Além dos dispositivos previstos no § 1º, consideram-se novos os projetos de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação implementados a partir da vigência desta Lei por sociedades específicas criadas para tal fim e que atendam à regulamentação do Ministério da Ciência e Tecnologia (MCT). §2º Os novos projetos de que tratam os §§ 1º e 1º-A deste artigo poderão constituir-se na expansão de projetos já existentes, implantados ou em processo de implantação, desde que os investimentos e os resultados da expansão sejam segregados mediante a constituição de sociedade de propósito específico. §3º As sociedades de propósito específico a que se referem os §§ 1º a 2º serão necessariamente organizadas como sociedade por ações, de capital aberto ou fechado. § 4º No mínimo 90% (noventa por cento) do patrimônio do FIP-IE e do FIP-PD&I deverão ser aplicados em ações, bônus de subscrição, debêntures, conversíveis ou não em ações, ou outros títulos de emissão das sociedades de que trata o §3º, desde que permitidos pela regulamentação da CVM para fundos de investimento em participações.

¹⁷⁴22 de janeiro de 2007 é a data da medida provisória decretada pela Presidência da República, à época do governo Lula, que regulou os FIPs Infraestrutura e os FIPs PD&I. Em 29 de maio do mesmo ano, a medida provisória foi convertida na Lei n. 11.478/2007.

¹⁷⁵Trata-se de lei que alterou a Lei n. 11.478/2007, que disciplina os FIP-IE e FIP PD&I.

¹⁷⁶Atualmente chamado “Ministério da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações”.

¹⁷⁷Que substituiu a regulação dada pelo Decreto n. 7.603, de 09 de novembro de 2011

¹⁷⁸A lei que institui normas gerais para licitação e contratação de parceria público privada no âmbito da administração pública é a Lei n. 11.079, de 30 de dezembro de 2004.

¹⁷⁹O PPI foi regulado pela Lei n. 13.334, de 13 de setembro de 2016.

meio de contratos de parceria do setor privado com a administração pública direta ou indireta, aqui também incluídas as dos Estados, Municípios e Distrito Federal; e (iii) os demais que integrem o Programa Nacional de Desestatização tratado pela Lei n. 9.491, de 09 de setembro de 1997¹⁸⁰.

São ainda considerados prioritários os projetos que sejam aprovados pelo Ministério setorial responsável e realizados por meio de concessão, permissão, autorização, arrendamento ou sociedade de propósito específico, a qual somente pode ser constituída sob a forma de sociedade anônima.

Qualquer que seja o caso, os projetos de infraestrutura devem visar à implantação, ampliação, manutenção, recuperação, adequação ou modernização de empreendimentos em infraestrutura nos setores de logística e transporte, mobilidade urbana, energia, telecomunicações, radiofusão, saneamento básico e irrigação, enquanto os projetos de produção econômica em PD&I têm como propósito introduzir processos, produtos ou serviços inovadores, conforme diretrizes da política de ciência, tecnologia e inovação.

Diferentemente dos demais FIPs até então mencionados, para os FIP-IE e FIP-PD&I o prazo para aplicação de seus recursos a contar dos aportes de capital pelos quotistas não está sujeito somente à definição em regulamento, mas deve ocorrer em prazo máximo de 180 dias a partir da obtenção do registro perante a CVM, com o necessário enquadramento de 90% do patrimônio líquido investido nos ativos pertinentes. O mesmo prazo se aplica para a reversão de desenquadramento decorrente do encerramento de projeto no qual o fundo tenha investido.

É obrigatório que o FIP-IE e o FIP-PD&I tenham no mínimo cinco quotistas, sendo que cada quotista não pode deter mais de 40% das quotas emitidas ou auferir rendimentos superiores

¹⁸⁰BRASIL. Decreto n. 8.874/2016. Art. 1º Este Decreto regulamenta as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, para efeito do disposto no art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. Art. 2º São considerados prioritários os projetos de investimento na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação: I - objeto de processo de concessão, permissão, arrendamento, autorização ou parceria público-privada, nos termos da Lei nº 11.079, de 30 de dezembro de 2004, e que integrem o Programa de Parcerias de Investimentos - PPI, de que trata a Lei nº 13.334, de 13 de setembro de 2016, ou o programa que venha a sucedê-lo; ou II - não alcançados pelo disposto no inciso I do caput, mas aprovados pelo Ministério setorial responsável e realizados por concessionária, permissionária, autorizatória, arrendatária ou Sociedade de Propósito Específico - SPE. (...) Art. 3º Caberá as pessoas jurídicas interessadas na implementação dos projetos referidos no art. 2º submetê-los aos Ministérios setoriais responsáveis. § 1º Os projetos deverão ser geridos e implementados pelas seguintes pessoas jurídicas, as quais deverão ser constituídas sob a forma de sociedade por ações: I - concessionária; II - permissionária; III - autorizatória; IV - arrendatária; ou V - SPE constituída para esse fim. § 2º A pessoa jurídica titular do projeto poderá assumir a forma de companhia aberta, com valores mobiliários admitidos a negociação no mercado. (...) § 4º O Ministério setorial responsável deverá editar portaria para disciplinar os requisitos para a aprovação do projeto como prioritário e a forma de acompanhamento de sua implementação.

a 40% dos rendimentos totais do fundo, seja via amortização ou via resgate de quotas. Pontua-se que a amortização consiste em operação pela qual o fundo aplicará rendimentos ao pagamento antecipado aos quotistas de quantias que lhes caberiam caso o fundo fosse liquidado¹⁸¹. O regulamento e o material de divulgação do FIP-IE e do FIP-PD&I, incluindo os prospectos, se houverem, deve ressaltar a existência de benefícios tributários atribuídos aos quotistas¹⁸². Além disso, por expressa disposição da lei, as investidas devem seguir as regras de governança determinadas pela CVM e também é exigido que o FIP exerça influência efetiva nas investidas, na definição de suas políticas estratégicas e na gestão. O desatendimento às normas legais desencadeia o reenquadramento do fundo em outra categoria ou até mesmo em sua liquidação¹⁸³.

Em pesquisa realizada no sítio da CVM por fundos registrados, conforme exposto, foram encontrados 23 (vinte e três) FIPs Infraestrutura¹⁸⁴. No regulamento do FIP BB Votorantim Energia Sustentável I, por exemplo, consta que seu objetivo primordial é a valorização de suas quotas no longo prazo por meio da participação do fundo em sociedades empresárias exclusivamente

¹⁸¹Definição apreendida a partir da contida na Lei de S.A para as ações. BRASIL, Lei n. 6.404/1976. Art. 44, §2º *A amortização consiste na distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhes poderiam tocar em caso de liquidação da companhia.*

¹⁸²COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 17, §3º *Os FIP-IE e os FIP-PD&I têm o prazo de 180 (cento e oitenta) dias após obtido o registro de funcionamento na CVM para iniciar suas atividades e para enquadrar-se no nível mínimo de investimento estabelecido no art. 11, observado o disposto no caput. §4º O prazo previsto no §3º também se aplica para a reversão de eventual desenquadramento decorrente do encerramento de projeto no qual o fundo tenha investido. §5º Cada FIP-IE e FIP-PD&I deve ter, no mínimo, 5 (cinco) cotistas, sendo que cada cotista não pode deter mais de 40% (quarenta por cento) das cotas emitidas pelo FIP-IE ou pelo FIP-PD&I ou auferir rendimento superior a 40% (quarenta por cento) do rendimento do fundo. §6º O regulamento e o material de divulgação do FIP-IE e do FIP-PD&I, inclusive prospecto, se houver, devem destacar os benefícios tributários do fundo e dos cotistas, se for o caso, e as condições que devem ser observadas para a manutenção destes benefícios.* Cf. art. 1º, §§6º, 10º e 11 da Lei n. 11.478/2007.

¹⁸³BRASIL, Lei n. 11.478/2007. Art. 1º, § 7º *As sociedades de que trata o § 3º deverão seguir, pelo menos, as práticas de governança corporativa estabelecidas pela CVM para as companhias investidas por fundos de investimento em participações; §8º O FIP-IE e o FIP-PD&I deverão participar do processo decisório das sociedades investidas com efetiva influência na definição de suas políticas estratégicas e na sua gestão, notadamente por meio da indicação de membros do Conselho de Administração ou, ainda, pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle, pela celebração de acordo de acionistas ou pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão. §9º O não atendimento pelo FIP-IE ou pelo FIP-PD&I de qualquer das condições de que trata este artigo implica sua liquidação ou sua transformação em outra modalidade de fundo de investimento, no que couber.*

¹⁸⁴Para o setor de energia, a título de exemplo, mencionam-se os FIPs Infraestrutura: “Perfin Apollo 11”, “Perfin Apollo 12”, “Perfin Apollo Eleven”, “Perfin Apollo Twelve”, “BB Votorantim Energia Sustentável II”, “BB Votorantim Energia Sustentável III” e “Pátria Energia Renovável”. Voltando-se para o setor de transporte e logística de minério de ferro, cita-se o “Porto Sudeste Royalties” e, especialmente para o setor de transportes aquaviário, instalações portuárias e ferroviárias, o “TRX Infraestrutura I”. Consulta aos regulamentos na página da CVM. Disponível em: <http://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg>. Acesso em: 16 set. 2018.

voltadas para infraestrutura no setor de energia, em especial o de energia sustentável, tais como pequenas hidrelétricas, usinas de biomassa, parques eólicos e solares.

No fundo em comento, é interessante a previsão de contratação de um originador/operador, sociedade empresária do setor energético, responsável por, dentre outras tarefas, desenhar planos de negócios; realizar a prospecção ativa de projetos; apresentar planos ao Comitê de Investimentos do fundo; responder pela implementação física de projetos aprovados, inclusive quanto à obtenção de licenças; e responder pela realização de obras de engenharia e contratação de prestadores de serviços. Também é prevista a atuação de um consultor técnico especializado no setor energético e um assessor financeiro, que no caso é o Banco Votorantim S.A.

Ao abordar fatores de risco, o regulamento do BB Votorantim Energia Sustentável I menciona fatores operacionais das investidas, além de riscos ambientais, geológicos e arqueológicos. Riscos arqueológicos, por exemplo, podem decorrer da descoberta de fósseis e sítios arqueológicos capazes de impedir ou atrasar a consecução dos projetos.

Ressalta-se que na busca por FIPs da categoria PD&I não foi encontrado nenhum fundo registrado na CVM.

3.8.4 FIP Multiestratégia

O FIP Multiestratégia é aquele que não se classifica em nenhuma das outras categorias citadas e, por isso, admite investimentos em diferentes tipos e portes de sociedades empresárias. Faz jus às dispensas relativas ao FIP Capital Semente, por exemplo, na medida em que observa os dispositivos aplicáveis ao Capital Semente. Da mesma forma, faz jus às dispensas e recebe tratamento equivalente ao FIP Empresas Emergentes na medida em que observa os dispositivos aplicáveis a essa última categoria¹⁸⁵.

¹⁸⁵COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 18. *O FIP – Multiestratégia é aquele que não se classifica nas demais categorias por admitir o investimento em diferentes tipos e portes de sociedades investidas. §1º O FIP – Multiestratégia faz jus às dispensas de que tratam o: I – art. 15, II, ao investir em companhias ou sociedades limitadas que apresentem receita bruta anual nos termos do art. 15, I, e desde que observe integralmente os demais dispositivos aplicáveis aos FIP – Capital Semente e previstos no art. 15; e II – art. 16, II, ao investir em companhias que apresentem receita bruta anual nos termos do disposto no art. 16, I, e desde que observe integralmente os demais dispositivos aplicáveis aos FIP – Empresas Emergentes e previstos no art. 16.*

Quando destinado exclusivamente a investidores profissionais, o Multiestratégia poderá investir seus recursos em ativos emitidos ou negociados no exterior, desde que haja previsão em seu regulamento e acrescentando o sufixo “Investimento no Exterior” à sua denominação¹⁸⁶.

¹⁸⁶COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 18, §2º *O FIP – Multiestratégia destinado exclusivamente a investidores profissionais pode investir até 100% de seu capital subscrito em ativos emitidos ou negociados no exterior, desde que: I – haja previsão expressa em seu regulamento quanto à possibilidade de investimento em ativos no exterior e o respectivo percentual máximo do capital subscrito que poderá ser alocado; II – o seu regulamento seja explícito no que se refere à exclusiva participação de investidores profissionais; e III – utilize o sufixo “Investimento no Exterior” em sua denominação.*

4 A UTILIZAÇÃO DO FIP COMO INSTRUMENTO DE ESTÍMULO À INOVAÇÃO

4.1 O arcabouço normativo e a cadeia produtiva da inovação

Uma importante modificação trazida pela Emenda Constitucional n. 85/2015 para incentivar a promoção da inovação no ambiente produtivo, inclusive no âmbito da prestação de serviços públicos em interação com o setor privado, foi a ampliação de competências para que entes da federação possam promover e legislar sobre ciência, tecnologia e inovação¹⁸⁷. Ademais, nas ações voltadas à promoção da inovação restou permitida a transferência de recursos no âmbito da dotação orçamentária de uma categoria de programação¹⁸⁸ para outra, mediante simples ato do Poder Executivo, sem necessidade de autorização legislativa prévia¹⁸⁹.

No incentivo e na promoção da pesquisa, da capacitação científica e tecnológica, bem como da inovação, algumas diretrizes precisam ser observadas pelo Poder Público. Dentre elas, destacam-se: o tratamento prioritário à pesquisa básica; o apoio à formação de recursos humanos na área; a articulação entre entes públicos e privados nas diversas esferas do governo; a promoção e incentivo quanto à atuação das instituições públicas de ciência, tecnologia e inovação no exterior; além do estímulo às sociedades empresárias¹⁹⁰.

¹⁸⁷BRASIL, Constituição da República Federativa do Brasil (1988). Art. 23. *É competência comum da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios: (...) V – proporcionar os meios de acesso à cultura, à educação, à ciência, à tecnologia, à pesquisa e à inovação.* Art. 24. *Compete à União, aos Estados e ao Distrito Federal legislar concorrentemente sobre: IX – educação, cultura, ensino, desporto, ciência, tecnologia, pesquisa, desenvolvimento e inovação; (...).*

¹⁸⁸O princípio da programação fundamenta-se na necessidade de que sejam especificados os gastos por meio de programas, projetos e planejamentos que permitam identificar metas e objetivos a serem alcançados pelo Poder Público (ALVES NETO, 2004, p. 27). O princípio encontra fundamento nas disposições constitucionais que regulam o plano plurianual, as diretrizes orçamentárias e orçamentos anuais. Cf. artigo 165 ao 167 da Constituição da República Federativa do Brasil (1988).

¹⁸⁹BRASIL, Constituição da República Federativa do Brasil (1988). Art. 167. *São vedados: (...) VI – a transposição, o remanejamento ou a transferência de recursos de uma categoria de programação para outra ou de um órgão para outro, sem prévia autorização legislativa; (...) §5º A transposição, o remanejamento ou a transferência de recursos de uma categoria de programação para outra poderão ser admitidos, no âmbito das atividades de ciência, tecnologia e inovação, com o objetivo de viabilizar os resultados de projetos restritos a essas funções, mediante ato do Poder Executivo, sem necessidade da prévia autorização legislativa prevista no inciso VI deste artigo.*

¹⁹⁰BRASIL, Constituição da República Federativa do Brasil (1988). Art. 218. *O Estado promoverá e incentivará o desenvolvimento científico, a pesquisa, a capacitação científica e tecnológica e a inovação. §1º A pesquisa científica básica e tecnológica receberá tratamento prioritário do Estado, tendo em vista o bem público e o progresso da ciência, tecnologia e inovação. §2º A pesquisa tecnológica voltará-se-á preponderantemente para a solução de problemas brasileiros e para o desenvolvimento do sistema produtivo nacional e regional. §3º O Estado apoiará a formação de recursos humanos nas áreas de ciência, pesquisa, tecnologia e inovação, inclusive por meio do apoio às atividades de extensão tecnológica, e concederá aos que delas se ocupem meios e condições especiais de trabalho. §4º A lei apoiará e estimulará as empresas que invistam em pesquisa, criação de tecnologia adequada ao País, formação e aperfeiçoamento de seus recursos humanos e que pratiquem sistemas de remuneração que assegurem ao empregado, desvinculada do salário, participação nos ganhos econômicos resultantes da produtividade de seu trabalho. §5º É*

Especialmente no que toca aos acordos de cooperação entre órgãos públicos e entidades privadas, a União e entes da federação foram autorizados a firmá-los, com ou sem contrapartida financeira, inclusive para compartilhamento de recursos humanos, o que pode ser notadamente significativo no que toca aos pesquisadores das universidades públicas¹⁹¹. Nessa seara, destaca-se a criação de um Sistema Nacional de Ciência, Tecnologia e Inovação (SNCTI) cujas regras deverão estar dispostas em legislação federal.

Abordando as inovações que decorrem de atividades econômicas típicas de empresário, é certo que o Estado deve estimular tais atividades e implementar políticas para fortalecê-las. Para tanto, assume relevância a constituição e manutenção de ambientes de inovação como parques e polos tecnológicos. Disposições constitucionais importantes voltam-se, ainda, para atuação de inventores independentes e para a criação, difusão, transferência e absorção de tecnologias como objetivos a serem perseguidos¹⁹² (DINIZ; NEVES, 2016, p. 4).

Observa-se que a atuação do Poder Público no sentido de promover e estruturar políticas e ações voltadas à pesquisa, desenvolvimento tecnológico e inovação pode se dar por diversas formas: pela concessão de apoio financeiro às instituições de ensino superior e de educação profissional tecnológica; pelo incentivo às sociedades empresárias e às instituições sem fins econômicos e, ainda, pela criação ou incentivo à criação de ambientes de inovação¹⁹³.

facultado aos Estados e ao Distrito Federal vincular parcela de sua receita orçamentária a entidades públicas de fomento ao ensino e à pesquisa científica e tecnológica. §6º O Estado, na execução das atividades previstas no caput, estimulará a articulação entre entes, tanto públicos quanto privados, nas diversas esferas do governo. §7º O Estado promoverá e incentivará a atuação no exterior das instituições públicas de ciência, tecnologia e inovação, com vistas à execução das atividades previstas no caput.

¹⁹¹BRASIL, Constituição da República Federativa do Brasil (1988). Art. 219-A. A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios poderão firmar instrumentos de cooperação com órgãos e entidades públicos e com entidades privadas, inclusive para o compartilhamento de recursos humanos especializados e capacidade instalada, para a execução de projetos de pesquisa, de desenvolvimento científico e tecnológico e de inovação, mediante contrapartida financeira ou não financeira assumida pelo ente beneficiário, na forma da lei. Art. 219-B. O Sistema Nacional de Ciência, Tecnologia e Inovação (SNCTI) será organizado em regime de colaboração entre entes, tanto públicos quanto privados, com vistas a promover o desenvolvimento científico e tecnológico e a inovação. §1º Lei federal disporá sobre as normas gerais do SNCTI. §2º Os Estados, o Distrito Federal e os Municípios legislarão concorrentemente sobre suas peculiaridades.

¹⁹²BRASIL, Constituição da República Federativa do Brasil (1988). Art. 219. O mercado interno integra o patrimônio nacional e será incentivado de modo a viabilizar o desenvolvimento cultural e socioeconômico, o bem-estar da população e a autonomia tecnológica do País, nos termos de lei federal. Parágrafo único. O Estado estimulará a formação e o fortalecimento da inovação nas empresas, bem como nos demais entes, públicos ou privados, a constituição e a manutenção de parques e polos tecnológicos e de demais ambientes promotores da inovação, a atuação dos inventores independentes e a criação, absorção, difusão e transferência de tecnologia.

¹⁹³BRASIL, Constituição da República Federativa do Brasil (1988). Art. 213. Os recursos públicos serão destinados às escolas públicas, podendo ser dirigidos a escolas comunitárias, confessionais ou filantrópicas, definidas em lei, que: I – comprovem finalidade não-lucrativa e apliquem seus excedentes financeiros em educação; II – assegurem a destinação de seu patrimônio a outra escola comunitária, filantrópica ou confessional, ou ao Poder Público, no caso

Há uma função social na promoção e no incentivo à inovação, traduzida na possibilidade de que se criem novos empregos e renda, contribuindo para a melhoria da qualidade de vida da população, inclusive pela via da prestação de serviços públicos com tecnologia mais avançada. Produtos e processos inovadores, sejam eles decorrentes de pesquisas e descobertas realizadas pelos cientistas, por inventores independentes ou pela persecução do objeto social por uma sociedade empresária, podem significar, por exemplo: melhorias na saúde, como pelo combate a doenças com o uso de novos medicamentos e equipamentos; melhoria na infraestrutura das cidades; acesso mais fácil, rápido e seguro a informações de interesse público pelos cidadãos; processos produtivos mais avançados; melhoria das condições de trabalho e promoção de sustentabilidade ambiental, além da resolução de problemas práticos cotidianos (DANTAS; SILVA, 2013, p. 224).

No sentido jurídico, inovação é introdução de novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo e social que resulta em novos produtos, serviços ou processos. Compreende, ainda, a agregação de novas funcionalidades ou características a produtos, serviços ou processos já existentes quando possam resultar em melhorias e em efetivo ganho de qualidade ou desempenho¹⁹⁴. O conceito é extraído da Lei n. 10.973/2004, Lei de Inovação, modificada em 2016, em cuja redação anterior, o significado jurídico de inovação não abrangia a agregação de novas funcionalidades ou características a produtos serviços ou processos já existentes¹⁹⁵.

As mudanças foram além do significado da expressão “inovação”, abrangendo a regulação de negócios jurídicos que podem ser empregados para a sua promoção e incentivo. Cumprindo os ditames constitucionais, as alterações trazidas pela Lei n. 13.243/2016 incrementaram as medidas de incentivo à inovação, à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo, com vistas à capacitação tecnológica, ao alcance da autonomia do país e ao desenvolvimento do sistema

de encerramento de suas atividades. §1º Os recursos de que trata este artigo poderão ser destinados a bolsas de estudo para o ensino fundamental e médio, na forma da lei, para os que demonstrarem insuficiência de recursos, quando houver falta de vagas e cursos regulares da rede pública na localidade da residência do educando, ficando o Poder Público obrigado a investir prioritariamente na expansão de sua rede na localidade. §2º As atividades de pesquisa, de extensão e de estímulo e fomento à inovação realizadas por universidades e/ou por instituições de educação profissional e tecnológica poderão receber apoio financeiro do Poder Público.

¹⁹⁴BRASIL, Lei n. 10.973/2004. Art. 2º, IV - inovação: introdução de novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo e social que resulte em novos produtos, serviços ou processos ou que compreenda a agregação de novas funcionalidades ou características a produto, serviço ou processo já existente que possa resultar em melhorias e em efetivo ganho de qualidade ou desempenho.

¹⁹⁵A antiga redação do artigo 2º, IV da Lei n. 10.973/2004 assim dispunha: “inovação: introdução de novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo ou social que resulte em novos produtos, processos ou serviços”.

produtivo nacional e regional. A Lei estabeleceu princípios aplicáveis às ações de inovação e flexibilizou ainda mais o direito público para permitir interação entre sujeitos de direito público e privado, na cadeia produtiva da inovação e ainda a constituição e utilização de ambientes inovadores.

A **cadeia produtiva da inovação** envolve: (i) a criação e invenção de novas tecnologias por cientistas e pesquisadores, sua promoção por sujeitos que participam diretamente da implementação dos projetos, a exemplo das universidades, professores e alunos de graduação e pós graduação; (ii) o incentivo viabilizado por sujeitos que, ainda que não atuem diretamente, fornecem instrumentos e recursos para que as pesquisas resultem em criações; (iii) a transferência de tecnologias para o mercado e para o Estado, atendendo às necessidades de consumidores de bens e serviços públicos e privados, a partir da interação de agentes envolvidos com o ambiente criador e com agentes econômicos, destacando-se nesse ponto as sociedades empresárias inovadoras.

4.2 Sujeitos envolvidos e ambientes de inovação

Diversos são os ambientes e sujeitos envolvidos diretamente, na promoção, ou indiretamente, no incentivo, à inovação. Não se pretende esgotar neste tópico a caracterização de todos eles, mas apenas trazer a definição e importância de alguns. Assim destacam-se, inclusive por meio de ações integradas, inventores, universidades, sociedades empresárias, associações e entes da administração pública direta e indireta.

Assumem papel relevante, **as ICTs, Instituição Científica, Tecnológica e de Inovação**, que podem ser constituídas como órgão da administração pública, entidade da administração pública direta ou indireta ou, ainda, pessoa jurídica de direito privado sem fins lucrativos¹⁹⁶, com sede e foro no Brasil. As ICTs, dentre elas, as universidades federais, têm como finalidade precípua o desenvolvimento de pesquisas básicas ou aplicadas de caráter científico ou tecnológico ou o desenvolvimento de novos produtos, processos e serviços, podendo compartilhar laboratórios, instalações e recursos com sociedades empresárias, empresários e organizações privadas sem fins

¹⁹⁶A pessoa jurídica de direito privado sem fins lucrativos pode se organizar sob a forma de fundação ou associação, neste caso podendo receber outras qualificações do poder público. Não deve ter finalidade lucrativa no sentido de prover o mercado com bens e serviços, mediante trocas onerosas que resultem em rendimentos a serem revertidos em proveito de seus fundadores ou associados. Os proveitos econômicos são integralmente revertidos para suas finalidades de caráter filantrópico, educacional, social etc.

lucrativos. Atuando juntamente às ICTs, os **Núcleos de Inovação Tecnológica - NITs** são responsáveis pela implantação e gestão da política de inovação nas mesmas ou em um conjunto delas¹⁹⁷.

As **fundações de apoio**, por sua vez, criadas com a finalidade de apoiar projetos de pesquisa, ensino e extensão, além de projetos de desenvolvimento institucional, científico, tecnológico e de estímulo à inovação, são pessoas jurídicas de direito privado, com as quais as universidades e demais tipos de ICTs podem celebrar convênios e contratos¹⁹⁸.

Envoltos diretamente na produção da inovação, os **criadores** são pessoas físicas que atuam como inventores, obtentores e autores de criações, ressaltando-se, ainda, os **pesquisadores públicos** e os **inventores independentes**¹⁹⁹. Como dito, em meio à transformação de descobertas científicas e criações em produtos e processos inovadores voltados para a oferta no mercado, ressaltam-se as **sociedades empresárias**, interessadas em se destacar perante seus concorrentes por meio do lançamento de atrativas inovações.

No processo de constituição ou de maturação das sociedades empresárias inovadoras devem ser lembradas as **incubadoras e aceleradoras**. As incubadoras são organizações, inclusive podendo ser constituídas sob a forma de sociedade, que visam estimular ou prestar apoio logístico, gerencial e tecnológico ao empreendedorismo inovador, auxiliando com conhecimentos para que

¹⁹⁷BRASIL. Lei n. 10.973/2004. Art. 2º, V - *Instituição Científica, Tecnológica e de Inovação (ICT): órgão ou entidade da administração pública direta ou indireta ou pessoa jurídica de direito privado sem fins lucrativos legalmente constituída sob as leis brasileiras, com sede e foro no País, que inclua em sua missão institucional ou em seu objetivo social ou estatutário a pesquisa básica ou aplicada de caráter científico ou tecnológico ou o desenvolvimento de novos produtos, serviços ou processos; VI – Núcleo de Inovação Tecnológica (NIT): estrutura instituída por uma ou mais ICTs, com ou sem personalidade jurídica própria, que tenha por finalidade a gestão de política institucional de inovação e por competências mínimas as atribuições previstas nesta Lei.*

¹⁹⁸BRASIL, Lei n. 10.973/2004. Art. 2º, II - *fundação de apoio: fundação criada com a finalidade de dar apoio a projetos de pesquisa, ensino e extensão, projetos de desenvolvimento institucional, científico, tecnológico e projetos de estímulo à inovação de interesse das ICTs, registrada e credenciada no Ministério da Educação e no Ministério da Ciência, Tecnologia e Inovação, nos termos da Lei nº 8.958, de 20 de dezembro de 1994, e das demais legislações pertinentes nas esferas estadual, distrital e municipal.* BRASIL. Lei n. 8.958/1994. Art. 1º *As Instituições Federais de Ensino Superior - IFES e as demais Instituições Científicas e Tecnológicas - ICTs, de que trata a Lei nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004, poderão celebrar convênios e contratos, nos termos do inciso XIII do caput do art. 24 da Lei nº 8.666, de 21 de junho de 1993, por prazo determinado, com fundações instituídas com a finalidade de apoiar projetos de ensino, pesquisa, extensão, desenvolvimento institucional, científico e tecnológico e estímulo à inovação, inclusive na gestão administrativa e financeira necessária à execução desses projetos.*

¹⁹⁹BRASIL. Lei n. 10.973/2004. Art. 2º, III - *criador: pessoa física que seja inventora, obtentora ou autora de criação; VIII - pesquisador público: ocupante de cargo público efetivo, civil ou militar, ou detentor de função ou emprego público que realize, como atribuição funcional, atividade de pesquisa, desenvolvimento e inovação; IX - inventor independente: pessoa física, não ocupante de cargo efetivo, cargo militar ou emprego público, que seja inventor, obtentor ou autor de criação.*

ideias se transformem em negócios formalmente organizados sob a forma de sociedades empresárias, devidamente registradas perante as Juntas Comerciais competentes. A incubação, beneficiando suas incubadas (sociedades recém formalizadas ou em processo de formalização) pode oferecer espaço físico estruturado para lojas abertas ao público, além de recursos humanos e consultorias. (KRUGLIANSKAS; PEREIRA, 2005, p. 11).

Podendo assumir diferentes formas jurídicas, inclusive a de sociedade, a aceleradora distingue-se da incubadora na medida em que tem como objetivo oferecer apoio, capital intelectual, contatos e até mesmo investimento financeiro para alavancagem dos negócios, produtos e serviços prestados por uma sociedade empresária já constituída, em geral jovem e com elevado potencial de crescimento.

Sociedades empresárias, em fase de formalização ou maturação, frequentemente buscam alternativas mais rentáveis e com menores custos para a obtenção de recursos destinados à consecução de suas atividades, considerando as condições de prazo, prestação de garantias e risco (MELO, 2010, p. 140-142). Nesse sentido, é relevante o apoio governamental, pela atuação dos bancos públicos de investimento com linhas de crédito especiais para pequenas e micro sociedades empresárias, e pelas agências de fomento.

Agências de fomento são instituições cujo objetivo principal é financiar capital fixo e de giro para empreendimentos abrangidos por programas de desenvolvimento na unidade da federação na qual estiver sediada. Dentre os potenciais beneficiários estão sociedades enquadradas como micro e pequenas empresas nos termos da Lei Complementar n. 123/2006. Tais agências devem estar voltadas para empreendimentos na área de seu estado, excepcionalmente sendo permitido o apoio a projetos em áreas limítrofes. Devem ser constituídas sob a forma de sociedades anônimas de capital fechado, sendo que cada estado e o Distrito Federal podem constituir uma única agência de fomento, a qual em sua denominação terá acrescida a indicação da unidade da federação. A supervisão das atividades das agências é feita pelo Bacen²⁰⁰. De todas as 27 unidades federativas, apenas Acre, Ceará, Distrito Federal, Espírito Santo, Maranhão, Mato Grosso do Sul, Pará, Rondônia, Sergipe e Minas Gerais não têm agência de fomento²⁰¹.

²⁰⁰BRASIL. Cf. Resolução CMN n. 2.828/2001, que dispõe sobre a constituição e o funcionamento de agências de fomento.

²⁰¹Disponível em: <<https://www4.bcb.gov.br/fis/cosif/rest/buscar-instituicoes.asp>>. Acesso em: 29 nov. 2018.

Por sua vez, **bancos de desenvolvimento** são instituições financeiras não federais, controladas por governos estaduais, cujo objetivo é prover recursos para programas e projetos que visem o desenvolvimento econômico e social do respectivo estado da federação²⁰². Devem ser constituídos sob a forma de sociedade anônima e ter sede na capital do estado controlador²⁰³, estando autorizados a receber depósitos e realizar empréstimos. Em sua denominação, adotam a expressão “Banco de Desenvolvimento”, seguida do nome do estado em que tenham sede. Os bancos de desenvolvimento integram o Sistema Financeiro Nacional e são regidos por leis e normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional. Em pesquisa ao website do Bacen, constata-se que existem três bancos de desenvolvimento, são eles: o BDMG – Banco de Desenvolvimento do Estado de Minas Gerais S.A, o Banco de Desenvolvimento do Espírito Santo S.A e o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul.

Apesar de conter a expressão banco de desenvolvimento em sua denominação, ressalta-se que o **Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES** não é enquadrado com um banco de desenvolvimento, sendo um tipo separado de instituição integrante do Sistema Financeiro Nacional. Ainda assim, é evidente sua importância no contexto das ações de incentivo e fomento à inovação. Trata-se de empresa pública sujeita à supervisão Ministerial no âmbito da Presidência da República. A União, pessoa jurídica de direito público representante do Governo Federal, é a acionista controladora do BNDES, sendo titular da totalidade das ações ordinárias nominativas em que se divide o seu capital social.

O BNDES assume relevante papel na execução de políticas de investimento do Governo Federal, tendo como objetivo primordial apoiar programas, projetos, obras e serviços relacionados ao desenvolvimento econômico e social do país.²⁰⁴ Por meio de sua subsidiária integral, a BNDES

²⁰²CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Res. n. 394/1976. Art. 4º *O objetivo precípua dos Bancos de Desenvolvimento é proporcionar o suprimento oportuno e adequado dos recursos necessários ao financiamento, a médio e longo prazos, de programas e projetos que visem a promover o desenvolvimento econômico e social dos respectivos Estados da Federação onde tenham sede, cabendo-lhes apoiar prioritariamente o setor privado. §1º Excepcionalmente, quando o empreendimento visar benefícios de interesse comum, os bancos de desenvolvimento podem prestar assistência a programas e projetos desenvolvidos em estado limítrofe à sua área de atuação.*

²⁰³CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Res. n. 394/1976. Art. 1º *Os Bancos de Desenvolvimento são instituições financeiras públicas não federais, constituídas sob a forma de sociedade anônima, com sede na Capital do Estado da Federação que detiver seu controle acionário. Parágrafo único. As instituições financeiras de que trata este artigo adotam, obrigatória e privativamente, em sua denominação, a expressão “Banco de Desenvolvimento” seguida do nome do Estado em que tenham sede.*

²⁰⁴Conforme dispõe o estatuto do BNDES: Art. 1º *O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES, empresa pública dotada de personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio, reger-se-á pelo presente Estatuto Social e pelas disposições legais que lhe forem aplicáveis. Parágrafo único. O BNDES fica sujeito à supervisão do Ministro de Estado do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão. Art. 3º O BNDES é o principal*

Participações S/A - BNDESPAR, atua aportando recursos em fundos de investimento²⁰⁵. Dentre os objetivos da BNDESPAR inclui-se apoiar o desenvolvimento de novos empreendimentos, em cujas atividades se incorporem novas tecnologias²⁰⁶.

No que toca às suas fontes de recursos, de origem governamental, decorrem, por exemplo, do FAT, do PIS-PASEP e do Tesouro Nacional. Estas responderam por 77,8% dos recursos do BNDES em 30 de julho de 2018. Outros recursos como o Fundo da Marinha Mercante - FMM, Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FGTS, captações no exterior, via organismos multilaterais ou pela emissão de títulos (*bonds*), emissões públicas de debêntures da BNDESPAR e emissões privadas de Letras de Crédito do Agronegócio e Letras Financeiras completam a composição do patrimônio²⁰⁷.

A atuação do BNDES está sujeita à fiscalização da CVM, do CMN, da Secretaria do Tesouro Nacional²⁰⁸, da Superintendência de Seguros Privados - SUSEP e da Secretaria da Receita Federal. Atos fiscalizatórios também podem ser exercidos pelo Congresso Nacional, pelo Bacen e pelo Tribunal de Contas da União - TCU. O Congresso Nacional recebe, por exemplo, relatórios sobre os financiamentos concedidos pelo BNDES que usam recursos provenientes do Tesouro Nacional; o CMN, secretariado pelo Bacen, exerce competência normativa, inclusive quanto à regras de operações bancárias, e o TCU analisa e julga as prestações de contas dos administradores

instrumento de execução da política de investimento do Governo Federal e tem por objetivo primordial apoiar programas, projetos, obras e serviços que se relacionem com o desenvolvimento econômico e social do País. Art. 4º O BNDES exercitará suas atividades, visando a estimular a iniciativa privada, sem prejuízo de apoio a empreendimentos de interesse nacional a cargo do setor público.

²⁰⁵A Agência Especial de Financiamento Industrial S.A (FINAME) é outra subsidiária, dedicada ao financiamento da produção e comercialização de máquinas e equipamentos. Disponível em: < <https://www.bndes.gov.br>> Acesso em: 12 fev. 2019.

²⁰⁶Conforme dispõe o Estatuto da BNDESPAR: *Art. 4º A BNDESPAR tem por objeto social: I - realizar operações visando a capitalização de empreendimentos controlados por grupos privados, observados os planos e políticas do BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES; II – apoiar empresas que reúnam condições de eficiência econômica, tecnológica e de gestão e, ainda que apresentem perspectivas adequadas de retorno para o investimento, em condições e prazos compatíveis com o risco e a natureza de sua atividade; III – apoiar o desenvolvimento de novos empreendimentos, em cujas atividades se incorporem novas tecnologias; IV – contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, por intermédio do acréscimo de oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital de empresas; e V – administrar carteira de valores mobiliários, próprios e de terceiros.*

²⁰⁷Disponível em: <www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/fontes-de-recursos/fontes-recursos>. Acesso em: 20 nov. 2018.

²⁰⁸A Secretaria do Tesouro Nacional destina ao BNDES recursos na forma de títulos públicos, além de definir condições de crédito do BNDES junto ao setor público. SUSEP é responsável pela regulação do Mercado de seguros brasileiro. Disponível em: <<http://www.susep.gov.br/>> e <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/>> Acesso em: 12 dez. 2018.

do BNDES²⁰⁹. Por fim, a Controladoria-Geral da União fiscaliza e avalia a execução de programas do governo por meio do BNDES.

Também sob a natureza jurídica de empresa pública, vale destacar a atuação da **FINEP - Financiadora de Estudos e Projetos**, vinculada ao Ministério da Ciência e Tecnologia²¹⁰ e atuante no ramo de fomento à inovação, inclusive em articulação ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico – CNPq. A União é titular de ações que representam a maioria do capital social votante da FINEP²¹¹.

Criada em 24 de julho de 1967, tendo substituído o FUNTEC – Fundo de Desenvolvimento Técnico-Científico, instituído em 1964 (PORTUGAL NETO, 2005, p. 42), a FINEP presta apoio às sociedades inovadoras, por exemplo, pela aquisição de quotas de fundo de investimento, além do estímulo à atuação de investidores-anjo e apoio à articulação de investidores e empreendedores em fóruns e negociações (MORAIS, 2007, p. 73). Ao longo da sua existência a FINEP ampliou e permanece atuando no desenvolvimento de diversos instrumentos de apoio às sociedades empresárias. Para além dos modelos tradicionais de financiamento, com a exigência de garantias e pagamentos de taxas de juros, volta-se para o mercado de valores mobiliários, notadamente no segmento de capital de risco, apoiando sociedades de base tecnológica. (PORTUGAL NETO, 2005, p. 43).

Conforme seu estatuto, seu objetivo social é apoiar estudos, projetos e programas de interesse para o desenvolvimento econômico, social, científico e tecnológico do País, tendo em vista as metas e prioridades setoriais estabelecidas nos planos do Governo Federal. Para a consecução de seu objeto, pode conceder financiamento sob a forma de mútuo a pessoas jurídicas, realizar abertura de crédito e participar diretamente na formação ou aumento de capital social de sociedades²¹².

²⁰⁹Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos/governanca-controle/estrutura-de-gestao-do-sistema-bndes/relacao-orgaos-governamentais>>. Acesso em: 20 nov. 2018.

²¹⁰Vide nota n. 176

²¹¹Conforme dispõe o Art. 8º, caput e inciso I, do Estatuto da FINEP: “O capital da Finep poderá ser aumentado mediante: I – participação de outras pessoas jurídicas de direito público interno, bem assim de entidades da Administração Indireta da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, desde que a maioria do capital votante permaneça de propriedade da União. (...). Disponível em: <<http://www.finep.gov.br/a-finep-externo/estatuto>>. Acesso em: 19 nov. 2018.

²¹²Conforme dispõe o Estatuto da FINEP: Art. 3º A Finep tem por objeto social apoiar estudos, projetos e programas de interesse para o desenvolvimento econômico, social, científico e tecnológico do País, tendo em vista as metas e prioridades setoriais estabelecidas nos planos do Governo Federal. Art. 4º Para a consecução do seu objeto social, poderá a Finep: I – conceder a pessoas jurídicas financiamento sob a forma de mútuo, de abertura de créditos, ou,

O apoio da FINEP pode ser destinado a diversas dimensões do ciclo de desenvolvimento científico e tecnológico: pesquisa básica, pesquisa aplicada e desenvolvimento de produtos. Também há apoio para a implantação de parques tecnológicos e para a aceleração de sociedades já estabelecidas no mercado²¹³. Como exemplo, destacam-se dois programas lançados pela FINEP. O primeiro deles é o Inova Empresa, por meio do qual são lançados editais para a seleção de sociedades empresárias que serão beneficiárias de ações como: concessão de crédito, subvenção econômica, recursos não reembolsáveis para ações conjuntas com ICTs, e investimento direto em participação societária ou por intermédio de fundos de investimento. Lançado em março de 2013, com a proposta de ajudar na elevação da produtividade e contribuir para políticas tecnológicas, concentra-se em alguns pilares como: incentivar projetos de maior risco tecnológico e alcançar micro e pequenas sociedades empresárias com ações de fomento à pesquisa²¹⁴.

O segundo é o Finep *Startup* que tem por objetivo apoiar a inovação em sociedades empresárias nascentes. Por esse programa, a FINEP busca fortalecer as ações de ciência tecnologia e inovação nas *Startups*, disponibilizando recursos para sociedades com alto potencial de retorno e atividades de alto risco, e estimulando os investimentos privados, inclusive por meio de investidores-anjo²¹⁵. A FINEP também atua lançando editais para a seleção de gestores de fundos de investimento a serem constituídos com o seu apoio, podendo investir nos mesmos na condição de quotista.

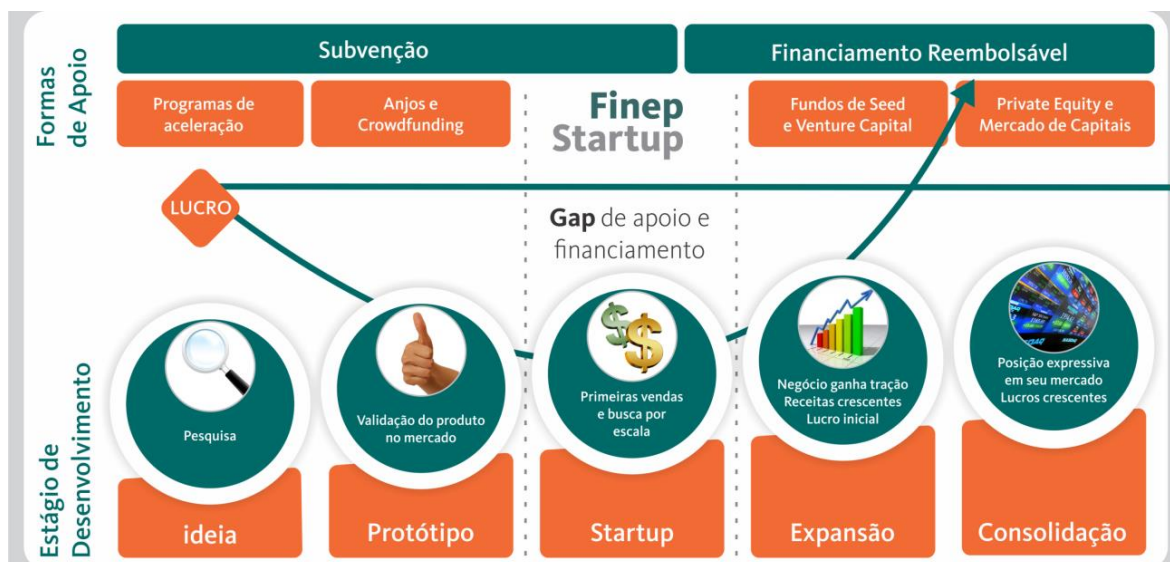
ainda, de participação no capital respectivo, observadas as disposições legais vigentes. Disponível em: <<http://www.finep.gov.br/a-finep-externo/estatuto>>. Acesso em: 19 nov. 2018.

²¹³Disponível em: <<http://www.finep.gov.br/apoio-e-financiamento-externa/o-que-apoiamos>>. Acesso em: 19 nov. 2018.

²¹⁴Disponível em: <<http://www.finep.gov.br/apoio-e-financiamento-externa/programas-e-linhas/programas-inova/o-que-e-o-programa-inova>>. Acesso em: 20 nov. 2018.

²¹⁵Como requisitos mínimos para que uma sociedade empresária seja beneficiada pelo programa, deverá: ser de base tecnológica, cujo produto, processo ou serviço seja inovador; estar na fase de protótipo ou testes de seus produtos, preferencialmente já tendo realizado as primeiras vendas; apresentar receita bruta anual de até 4,8 milhões; estar registrada na Junta Comercial, no mínimo seis meses antes do lançamento do edital; e atuar nos setores tecnológicos previstos no edital. O processo de seleção envolve etapas de avaliação do plano de negócios, visita técnica e avaliação de documentos. A submissão pela sociedade empresária é feita eletronicamente e são convocadas as sociedades mais bem colocadas para prosseguir no processo seletivo. O apoio financeiro prestado pela FINEP é de até um milhão de reais para a *Startup*, de acordo com a sua necessidade de capital, o que pode ser materializado em contrato de subscrição ou instrumento conversível em participação societária. Disponível em: <<http://www.finep.gov.br/apoio-e-financiamento-externa/programas-e-linhas/finep-startup>>. Acesso em: 20 nov. 2018.

Figura 2 - Apoio da FINEP às Startups



Fonte: sítio eletrônico da Finep.

No que tange aos ambientes de inovação, os **parques tecnológicos** consistem em complexos físicos planejados que abrigam sociedades empresárias e voltam-se para a promoção da inovação, da competitividade industrial, da capacitação empresarial e de sinergias em atividades de pesquisa, criando espaço propício ao relacionamento entre sociedades empresárias e uma ou mais ICTs.

Já os **polos tecnológicos** delimitam-se por áreas geográficas com a presença dominante de micro, pequenas e médias sociedades empresárias com áreas correlatas de atuação, com vínculos operacionais com ICTs, recursos humanos, laboratórios e equipamentos organizados, inclusive com a possibilidade de intercâmbio de materiais e informações entre os envolvidos, seja para a consolidação no mercado, desenvolvimento de ações voltadas ao marketing ou para estratégias de comercialização de produtos ou serviços inovadores²¹⁶.

²¹⁶BRASIL, Lei n. 10.973/2004. Art. 2º, X - *parque tecnológico: complexo planejado de desenvolvimento empresarial e tecnológico, promotor da cultura de inovação, da competitividade industrial, da capacitação empresarial e da promoção de sinergias em atividades de pesquisa científica, de desenvolvimento tecnológico e de inovação, entre empresas e uma ou mais ICTs, com ou sem vínculo entre si; XI - polo tecnológico: ambiente industrial e tecnológico caracterizado pela presença dominante de micro, pequenas e médias empresas com áreas correlatas de atuação em determinado espaço geográfico, com vínculos operacionais com ICT, recursos humanos, laboratórios e equipamentos organizados e com predisposição ao intercâmbio entre os entes envolvidos para consolidação, marketing e comercialização de novas tecnologias.*

4.3 Princípios e instrumentos de estímulo à inovação nas sociedades empresárias

A Lei de Inovação contém três vertentes importantes: uma voltada para criação de ambientes de inovação, uma segunda voltada para o estímulo à participação das ICTs nos processos de inovação, e outra voltada para estimular a inovação nas sociedades empresárias (DANTAS; SILVA, 2013, p. 226).

Dedicando um capítulo às ações de estímulo à inovação na empresa (atividade econômica típica de empresário sujeito a registro), a Lei de Inovação dispõe²¹⁷ sobre iniciativas que podem ser destinadas a: conceder apoio financeiro, econômico, fiscal direto a sociedades e empresários que pratiquem atividades de pesquisa, desenvolvimento e inovação tecnológica; constituir parcerias estratégicas e projetos de cooperação com ICTs; criar, implantar e consolidar incubadoras, parques, polos tecnológicos e ambientes correlatos; e utilizar o mercado de valores mobiliários e de crédito em ações de inovação²¹⁸.

Como instrumentos práticos de estímulo, cita-se: a subvenção econômica; o financiamento; a participação societária direta do Estado; os bônus tecnológicos; a encomenda tecnológica; os incentivos fiscais; a concessão de bolsas; o uso do poder de compra do Estado; os fundos de investimento; os fundos de participação e os títulos financeiros, incentivados ou não, além dos contratos de concessão de serviços públicos e regulações setoriais²¹⁹.

²¹⁷BRASIL, Lei n. 10.973/2004. Art. 19, caput. *A União, os Estados, o Distrito Federal, os Municípios, as ICTs e suas agências de fomento promoverão e incentivarão a pesquisa e o desenvolvimento de produtos, serviços e processos inovadores em empresas brasileiras e em entidades brasileiras de direito privado sem fins lucrativos, mediante a concessão de recursos financeiros, humanos, materiais ou de infraestrutura a serem ajustados em instrumentos específicos e destinados a apoiar atividades de pesquisa, desenvolvimento e inovação, para atender às prioridades das políticas industrial e tecnológica nacional.*

²¹⁸BRASIL, Lei n. 10.973/2004. Art. 19, §6º *As iniciativas de que trata este artigo poderão ser estendidas a ações visando a: I - apoio financeiro, econômico e fiscal direto a empresas para as atividades de pesquisa, desenvolvimento e inovação tecnológica; II - constituição de parcerias estratégicas e desenvolvimento de projetos de cooperação entre ICT e empresas e entre empresas, em atividades de pesquisa e desenvolvimento, que tenham por objetivo a geração de produtos, serviços e processos inovadores; III - criação, implantação e consolidação de incubadoras de empresas, de parques e polos tecnológicos e de demais ambientes promotores da inovação; IV - implantação de redes cooperativas para inovação tecnológica; V - adoção de mecanismos para atração, criação e consolidação de centros de pesquisa e desenvolvimento de empresas brasileiras e estrangeiras; VI - utilização do mercado de capitais e de crédito em ações de inovação; VII - cooperação internacional para inovação e para transferência de tecnologia; VIII - internacionalização de empresas brasileiras por meio de inovação tecnológica; IX - indução de inovação por meio de compras públicas; X - utilização de compensação comercial, industrial e tecnológica em contratações públicas; XI - previsão de cláusulas de investimento em pesquisa e desenvolvimento em concessões públicas e em regimes especiais de incentivos econômicos; XII - implantação de solução de inovação para apoio e incentivo a atividades tecnológicas ou de inovação em microempresas e em empresas de pequeno porte.*

²¹⁹BRASIL, Lei n. 10.973/2004. Art. 19, §2º-A. *São instrumentos de estímulo à inovação nas empresas, quando aplicáveis, entre outros: I - subvenção econômica; II - financiamento; III - participação societária; IV - bônus tecnológico; V - encomenda tecnológica; VI - incentivos fiscais; VII - concessão de bolsas; VIII - uso do poder de*

Na implementação das medidas, devem ser observados princípios, dentre os quais, destacam-se: (i) a promoção da cooperação e interação entre setores público, privado e sociedades empresárias e empresários; (ii) o estímulo à atividade de inovação nas ICTs e nas sociedades empresárias e empresários, inclusive para constituir e instalar centros de pesquisa, parques e polos tecnológicos; (iii) promover competitividade nos mercados nacional e internacional; e (iv) **prover de atratividade os instrumentos de fomento e de crédito**, com permanente atualização e aperfeiçoamento²²⁰.

A atratividade dos instrumentos é importante, afinal sociedades empresárias inovadoras necessitam de recursos para o desempenho de suas atividades, sendo que as mais jovens, ainda que desenvolvam negócios potencialmente escaláveis no mercado, frequentemente apresentam situação de escassez de recursos e alto grau de incerteza sobre o sucesso dos seus produtos, processos e serviços. Para as *Startups*, além da obtenção de recursos financeiros, exerce influência no sucesso e alavancagem dos negócios o grau de interação com os demais sujeitos envolvidos na cadeia produtiva da inovação (CORDER; SALLES-FILHO, 2006, p. 63-64).

Considerando *Startups* que não detêm expressividade e consolidação no mercado, investimentos viabilizam a decolagem dessas sociedades empresárias, muitas delas constituídas sob a forma de sociedade limitada, o que as possibilita usufruir de benefícios conferidos pela lei,

compra do Estado; IX - fundos de investimentos; X - fundos de participação; XI - títulos financeiros, incentivados ou não; XII - previsão de investimento em pesquisa e desenvolvimento em contratos de concessão de serviços públicos ou em regulações setoriais.

²²⁰BRASIL, Lei n. 10.973/2004. Art. 1^ª Esta Lei estabelece medidas de incentivo à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo, com vistas à capacitação tecnológica, ao alcance da autonomia tecnológica e ao desenvolvimento do sistema produtivo nacional e regional do País, nos termos dos arts. 23, 24, 167, 200, 213, 218, 219 e 219-A da Constituição Federal. Parágrafo único. As medidas às quais se refere o caput deverão observar os seguintes princípios: I - promoção das atividades científicas e tecnológicas como estratégias para o desenvolvimento econômico e social; II - promoção e continuidade dos processos de desenvolvimento científico, tecnológico e de inovação, assegurados os recursos humanos, econômicos e financeiros para tal finalidade; III - redução das desigualdades regionais; IV - descentralização das atividades de ciência, tecnologia e inovação em cada esfera de governo, com desconcentração em cada ente federado; V - promoção da cooperação e interação entre os entes públicos, entre os setores público e privado e entre empresas; VI - estímulo à atividade de inovação nas Instituições Científica, Tecnológica e de Inovação (ICTs) e nas empresas, inclusive para a atração, a constituição e a instalação de centros de pesquisa, desenvolvimento e inovação e de parques e polos tecnológicos no País; VII - promoção da competitividade empresarial nos mercados nacional e internacional; VIII - incentivo à constituição de ambientes favoráveis à inovação e às atividades de transferência de tecnologia; IX - promoção e continuidade dos processos de formação e capacitação científica e tecnológica; X - fortalecimento das capacidades operacional, científica, tecnológica e administrativa das ICTs; XI - atratividade dos instrumentos de fomento e de crédito, bem como sua permanente atualização e aperfeiçoamento; XII - simplificação de procedimentos para gestão de projetos de ciência, tecnologia e inovação e adoção de controle por resultados em sua avaliação; XIII - utilização do poder de compra do Estado para fomento à inovação; XIV - apoio, incentivo e integração dos inventores independentes às atividades das ICTs e ao sistema produtivo.

na medida em que se enquadrem como micro ou pequenas empresas, como pela possibilidade de enquadramento no regime do Simples Nacional e o regime favorecido nos processos de licitação²²¹.

Na fase embrionária de um projeto inovador a ser implementado por uma sociedade empresária, os investimentos costumam ser realizados pelo próprio sócio fundador, por seus amigos e familiares, ou pela via do mercado de crédito bancário (TROVO, 2013, p. 20-22). Nesse caso, as instituições financeiras concedem, onerosamente, aos seus clientes, recursos financeiros próprios ou captados por meio da poupança popular, mediante a celebração de contratos diversos, como o de financiamento (mútuo com finalidade específica). Aqui, porém, a exigência de garantias e as altas taxas de juros praticadas pelas instituições podem impor dificuldades à obtenção de recursos, ressalvadas as condições mais favoráveis oferecidas por linhas de crédito especiais.

As opções vão além, os recursos podem ser provenientes de: emissão e oferta de valores mobiliários, onde há, porém, limitações para as sociedades limitadas; negócios de investimento praticados por particulares, como investidores anjo; investimentos por meio de plataforma eletrônica (*crowdfunding* de investimento) e por meio de fundos de investimento (CORDER; SALLES-FILHO, 2006, p. 59). Para fins do presente trabalho, destacam-se os fundos de investimento, com recorte para os fundos de investimento em participações, enquanto instrumento efetivo de estímulo à inovação nas sociedades empresárias.

4.4 Modulações jurídicas para o aporte de recursos pelo FIP em sociedades empresárias inovadoras

Os Fundos de Investimento em Participações podem ser especialmente destinados à aquisição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias cujo objeto social envolva a produção de produtos, processos ou a prestação de serviços inovadores, ou, ainda, a promoção e

²²¹BRASIL, Constituição da República Federativa do Brasil (1988). Art. 146. Cabe à lei complementar: (...) III – estabelecer normas gerais em matéria de legislação tributária, especialmente sobre: (...) d) definição de tratamento diferenciado e favorecido para as microempresas e para as empresas de pequeno porte, inclusive regimes especiais ou simplificados no caso do imposto previsto no art. 155, II, das contribuições previstas no art. 195, I e §§12 e 13, e da contribuição a que se refere o art. 239. A Lei Complementar que instituiu o Estatuto Nacional da Microempresa e Empresa de Pequeno Porte, cumprindo os ditames constitucionais é a Lei Complementar n. 123/2006. BRASIL, Lei Complementar n. 123/2006. Art. 12. Fica instituído o Regime Especial Unificado de Arrecadação de Tributos e Contribuições devidos pelas Microempresas e Empresas de Pequeno Porte – Simples Nacional. BRASIL, Lei n. 8.666/1993. Art. 3º, §14º As preferências definidas neste artigo e nas demais normas de licitação e contratos devem privilegiar o tratamento diferenciado e favorecido às microempresas e empresas de pequeno porte na forma da lei.

o incentivo à inovação em outras sociedades empresárias coligadas. As sociedades investidas pelo FIP podem ser, por exemplo, incubadoras ou aceleradoras.

Os fundos voltados para sociedades inovadoras podem ser de *venture capital* ou *private equity*, expressões alegóricas frequentemente utilizadas pelo mercado. *Venture capital* designa investimentos realizados em empreendimentos em estágios iniciais de constituição, ressaltando-se a baixa liquidez dos ativos adquiridos nessa modalidade. Os recursos são, então, destinados até mesmo à viabilização de pesquisas básicas e à estruturação do plano dos negócios (FARIA; RIECHE, 2014, p. 384). O FIP da categoria Capital Semente, como sua própria denominação indica, pode ser utilizado para o aporte de recursos nas sociedades nascentes, sobretudo pelo fato de estar autorizado a investir tanto em sociedades anônimas quanto em sociedades limitadas, observados limites de receita bruta anual para as investidas. De fato, frequentemente chama-se de semente ou “*seed*” os investimentos que reúnem tais características (BERNARDINO, 2013, p. 61).

Private equity designa a destinação de recursos à aquisição de valores mobiliários que implicam em participação em sociedades empresárias já consolidadas no mercado, que desejam expandir seus negócios, por isso necessitando de mais recursos, os quais podem ser oferecidos, por exemplo, por um FIP da categoria Empresas Emergentes. Nesse caso, a investida precisa ser, conforme determina a regulação, uma sociedade anônima (BERNARDINO, 2013, p. 63-66).

O aporte de recursos pelos fundos em sociedades empresárias inovadoras, sejam nascentes ou emergentes, pode tomar diversos contornos conforme a modulação jurídica escolhida. Assim, poderá se concretizar mediante a utilização de plataforma eletrônica de investimento ou mediante a celebração de contrato de participação típico de investidor anjo. Ademais, poderá se concretizar sob a forma de participação societária nas investidas, inclusive com o exercício de direitos políticos e patrimoniais correspondentes à condição de sócio.

Na realização da pesquisa aqui relatada, por meio de busca na plataforma Google, foram encontrados arquivos contendo modelos de contratos de mútuo conversível em participação societária, celebrados entre fundos e sociedades empresárias investidas.

O mútuo é negócio jurídico tipicamente regulado pelo Código Civil, tratando-se de empréstimo de coisa fungível, mediante o qual, o mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o

que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade²²². Pode-se estipular, ainda, o pagamento de juros durante o prazo de duração do contrato.

Distintamente, no “mútuo conversível”, mais uma expressão alegórica utilizada pelo mercado, o investidor está disposto a receber coisa diversa da que emprestou, pois empresta dinheiro e se dispõe a receber quotas ou ações, conforme o caso.

Difere-se, ainda, do contrato de compra e venda, no qual um dos contratantes se obriga a transferir o domínio de certa coisa, enquanto o outro se obriga a pagar o preço. Por certo, no contrato de compra e venda de ações ou de quotas, o que se transfere não é coisa, mas unidade de direitos patrimoniais e políticos em relação à sociedade empresária. Ainda assim, a contrapartida pela unidade de direitos adquirida, seja representada por uma posição contratual ou por um valor mobiliário, é o preço a ser pago em dinheiro.

Nota-se que a lógica do mútuo conversível se aproxima da emissão de debêntures conversíveis em ações. Ora, ao adquirir debêntures o investidor passa a ter direito de crédito em relação à sociedade anônima emissora, o qual poderá ser convertido em participação societária, conforme dispuser a escritura de emissão das debêntures²²³. O debenturista tem, pois, a prerrogativa de receber o crédito em dinheiro ou ações. A emissão das debêntures, que são valores mobiliários, bem como sua negociação e o estabelecimento dos direitos e deveres entre investidores e sociedade anônima emissora deve observar as normas fixadas pela Lei n. 6.404/1976.

Não sendo regulado pela Lei 6.404/1976 ou pela CVM, o contrato de mútuo conversível deve ser interpretado à luz do Código Civil, considerada a liberdade de contratar entre os

²²²BRASIL. Código Civil (2002). Art. 586 *O mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis. O mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade.* Art. 587. *Este empréstimo transfere o domínio da coisa emprestada ao mutuário, por cuja conta correm todos os riscos dela desde a tradição.* Art. 591. *Destinando-se o mútuo a fins econômicos, presumem-se devidos juros, os quais, sob pena de redução, não poderão exceder a taxa a que se refere o art. 406, permitida a capitalização anual.*

²²³BRASIL. Lei n. 6.404/1976. Art. 56. *A debênture poderá assegurar ao seu titular juros, fixos ou variáveis, participação no lucro da companhia e prêmio de reembolso.* Art. 57. *A debênture poderá ser conversível em ações nas condições constantes da escritura de emissão, que especificará: I - as bases da conversão, seja em número de ações em que poderá ser convertida cada debênture, seja como relação entre o valor nominal da debênture e o preço de emissão das ações; II - a espécie e a classe das ações em que poderá ser convertida; III - o prazo ou época para o exercício do direito à conversão; IV - as demais condições a que a conversão acaso fique sujeita. §1º Os acionistas terão direito de preferência para subscrever a emissão de debêntures com cláusula de conversibilidade em ações, observado o disposto nos artigos 171 e 172. §2º Enquanto puder ser exercido o direito à conversão, dependerá de prévia aprovação dos debenturistas, em assembleia especial, ou de seu agente fiduciário, a alteração do estatuto para: a) mudar o objeto da companhia; b) criar ações preferenciais ou modificar as vantagens das existentes, em prejuízo das ações em que são conversíveis as debêntures.*

envolvidos, consistindo em mais uma modulação feita pelo Direito Empresarial. Assim, apesar de o mútuo tipicamente envolver o pagamento do empréstimo em coisa do mesmo gênero, qualidade ou quantidade e de o credor não ser obrigado a receber prestação diversa daquela que lhe é devida, ainda que mais valiosa, há liberdade para que se convençionem formas alternativas de pagamento. Firma-se, então, a possibilidade de que o pagamento se dê, alternativamente, em dinheiro ou ações.

Nas obrigações alternativas, o Código Civil determina que a escolha cabe ao devedor, caso não se tenha estipulado de forma diversa. Daí que o contrato de mútuo conversível pode prever que a escolha caberá ao credor, ou seja ao investidor, que decidirá se deseja receber em dinheiro ou em participação societária, e, não havendo disposição específica sobre isso, a escolha caberá à sociedade, enquanto devedora do valor mutuado. É possível, ainda, que sejam estipuladas determinadas condições atreladas a fixação das prestações alternativas. Assim, o contrato pode prever, por exemplo, que a sociedade limitada devedora poderá optar pelo pagamento em participação societária desde que seja transformada em sociedade anônima e pague mediante a transferência de ações ao investidor²²⁴.

Apesar da notícia desse tipo de contrato, não se vislumbra como correta sua utilização como forma de viabilizar o aporte de recursos do fundo em sociedades empresárias se ocorrer desatrelada às modalidades reguladas pela CVM. Há expressa vedação para a realização de empréstimos pelos FIPs, salvo nas modalidades reguladas, como é o caso da celebração de contrato de mútuo conversível pelo FIP como lastro para valor mobiliário adquirido via *crowdfunding* de investimento, aplicando-se a Instrução n. 588/2017²²⁵.

Dado que as sociedades limitadas estão sujeitas a um regime informacional mais simples quando comparadas às sociedades anônimas, não estando também obrigadas a cumprir diversas regras de governança corporativa, há restrições relativamente à inserção das limitadas no mercado de valores mobiliários. Frequentemente, tecem-se críticas no tocante as barreias impostas às sociedades limitadas quanto a sua inserção nesse mercado, destacando-se a discussão acerca da

²²⁴ BRASIL. Código Civil (2002). Art. 313. *O credor não é obrigado a receber prestação diversa da que lhe é devida, ainda que mais valiosa.* Art. 252. *Nas obrigações alternativas, a escolha cabe ao devedor, se outra coisa não se estipulou. §1º Não pode o devedor obrigar o credor a receber parte em uma prestação e parte em outra. §2º Quando a obrigação for de prestações periódicas, a faculdade de opção poderá ser exercida em cada período. §3º No caso de pluralidade de optantes, não havendo acordo unânime entre eles, decidirá o juiz, findo o prazo por este assinado para a deliberação. §4º Se o título deferir a opção a terceiro, e este não quiser, ou não puder exercê-la, caberá ao juiz a escolha se não houver acordo entre as partes.*

²²⁵Vide nota n. 123

possibilidade de emissão de debêntures, atualmente sem respaldo na lei, mas alvo de projeto em tramitação no Congresso Nacional²²⁶.

Atenta-se, ainda, que há um conjunto de normas regulando os investimentos realizados pelos fundos, que, apesar de serem entes despersonalizados, atuam na condição de sujeitos de direitos e deveres, participando como sócios de sociedades limitadas que atendam a condições mínimas de limites de receita e práticas de governança.

Diante de todo esse cenário, além de vedada expressamente a concessão de empréstimo pelo FIP, não se apresenta consonante com a moldura normativa, a possibilidade de que os fundos aportem recursos em sociedades limitadas mediante celebração de contratos de mútuo conversível, sem observância dos limites de receita definidos para as investidas e fora da modalidade regulada pela CVM.

Nesse sentido, os tópicos seguintes tratam apenas dos aportes realizados por FIPs mediante participação societária, aquisição de valores mobiliários via plataforma eletrônica de *crowdfunding* de investimento, ou celebração de contrato de participação típico de investidor anjo. Essas modalidades podem ser utilizadas para o aporte de recursos em sociedades limitadas, entretanto, é certo que o caráter contratual dessas sociedades e o fato de suas quotas não serem valores mobiliários resultam em dificuldades, notadamente quanto à baixa liquidez das quotas quando comparadas às ações emitidas por sociedades anônimas.

As dificuldades para a negociação de quotas de limitadas têm reflexos diretos na obtenção de recursos por sociedades empresárias nascentes e emergentes constituídas sob esse tipo societário. Por meio de levantamento de dados realizado na página da CVM na internet, consultando a carteira de investimento de todos os fundos Capital Semente registrados, total de vinte e três, apenas um deles, o Colibri I Fundo de Investimento em Participações – Capital Semente, é investidor de sociedade limitada, nos demais constam apenas investimentos em sociedades anônimas. Pesquisados todos os Multiestratégia registrados (setecentos e quarenta e nove, no total), nenhuma informação sobre investimento em limitadas foi encontrada no campo referente à carteira de investimentos²²⁷.

²²⁶O Projeto de Lei n. 6.322/2013 está aguardando parecer do relator na CCJC – Comissão de Constituição e Justiça e de Cidadania Disponível em: <www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=591633>. Acesso em: 30 nov. 2018.

²²⁷ Disponível em: <http://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg>. Acesso em: 07 out. 2018.

O resultado possivelmente indica desinteresse dos FIPs, em razão da baixa liquidez e dos altos riscos, de realizar aportes em limitadas, as quais pelo caráter pessoal que normalmente se estabelece nas relações entre sócios estão também mais fortemente sujeitas à desconsideração judicial de sua personalidade jurídica para fins de responsabilização patrimonial de sócios e administradores por dívidas da sociedade.

4.4.1 Investimento pela aquisição de participação societária

O aporte de recursos pelo FIP em sociedades empresárias inovadoras seguirá determinadas regras conforme sejam constituídas como sociedades limitadas ou como sociedades anônimas, e dependendo da categoria do FIP em questão. Visando sua participação como sócio, o FIP investirá em ações, debêntures conversíveis ou permutáveis em ações, bônus de subscrição ou quotas de sociedades limitadas.

O investimento em participação societária pode se concretizar com o aporte de recursos destinado: (i) à constituição e assim ao próprio surgimento da sociedade empresária investida; (ii) ao aumento do capital social²²⁸, ou (iii) à alteração do quadro de sócios da sociedade investida mediante a aquisição pelo fundo de quotas ou ações de titularidade de sujeitos que já ocupam a posição de sócios quotistas ou acionistas. Nos dois primeiros casos, por ocasião da constituição ou aumento do capital social, ocorre o que se denomina aquisição primária de quotas ou ações. Tratando-se da terceira hipótese, há uma aquisição secundária²²⁹. Aqui não se fala em integralização, mas em pagamento do preço acordado entre as partes, alienante e adquirente. A

²²⁸Relembra-se de que aos FIPs foi conferida a possibilidade de, havendo permissão no regulamento, realizar adiantamentos para futuro aumento de capital (AFAC) em companhias abertas ou fechadas investidas, não sendo permitida a sua realização em sociedades limitadas.

²²⁹Existe a possibilidade de que a sociedade negocie quotas ou ações em tesouraria. BRASIL, Lei n. 6.404/1976. Art. 30. *A companhia não poderá negociar com as próprias ações. §1º Nessa proibição não se compreendem: a) as operações de resgate, reembolso ou amortização previstas em lei; b) a aquisição, para permanência em tesouraria ou cancelamento, desde que até o valor do saldo de lucros ou reservas, exceto a legal, e sem diminuição do capital social, ou por doação; c) a alienação das ações adquiridas nos termos da alínea b e mantidas em tesouraria; d) a compra quando, resolvida a redução do capital mediante restituição, em dinheiro, de parte do valor das ações, o preço destas em bolsa for inferior ou igual à importância que deve ser restituída. §2º A aquisição das próprias ações pela companhia aberta obedecerá, sob pena de nulidade, às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que poderá subordiná-las à prévia autorização em cada caso. §3º A companhia não poderá receber em garantia as próprias ações, salvo para assegurar a gestão dos seus administradores. §4º As ações adquiridas nos termos da alínea b do §1º, enquanto mantidas em tesouraria, não terão direito a dividendo nem a voto. §5º No caso da alínea d do §1º, as ações adquiridas serão retiradas definitivamente de circulação.*

cessão de quotas ou de ações pode ser total ou parcial, na primeira situação resultando na saída do alienante do quadro de sócios.

Quando o investimento envolve a subscrição de ações, seja para a formação do capital social ou para o seu aumento, há uma série de atos complexos regulados pela Lei n. 6.404/1976 que devem ser cumpridos. Assim, a constituição da companhia depende, por exemplo, da realização como entrada, de 10% (dez por cento), no mínimo, do preço de emissão das ações subscritas em dinheiro, mediante depósito, no Banco do Brasil S.A. ou outro estabelecimento bancário autorizado pela CVM; e, quando em constituição da companhia por subscrição pública, de prévio registro de emissão de ações na CVM e intermediação de instituição financeira²³⁰. Na formação do capital devem ser observadas regras como as de avaliação dos bens destinados à companhia, realizada por três peritos ou por sociedade empresária especializada²³¹.

Na emissão realizada por companhias fechadas, as ações são ofertadas e distribuídas de forma privada. O FIP, como potencial acionista, subscreve as ações, assumindo o compromisso de integralizá-las nas condições constantes no respectivo boletim. O registro das ações pode ocorrer de forma escritural ou pelo lançamento em livros sociais. Tratando-se da emissão de ações de companhias abertas, sua oferta de distribuição pode ocorrer de forma pública, para tanto, devendo cumprir os deveres de informação ao mercado e à CVM.

Acentua-se que o FIP pode se tornar sócio da sociedade por outra via: integralização de quotas do FIP pelo investidor mediante a transferência de ações ou quotas de sua titularidade, hipótese que deve estar prevista no regulamento do fundo²³².

Seja como for o seu ingresso, passando a ocupar a posição de sócio, o fundo passará a ser titular de uma unidade de direitos patrimoniais e políticos correspondentes às quotas e/ou ações adquiridas. Enfatizam-se, com variações conforme se trate de investida sociedade limitada ou anônima, os direitos de: participar das deliberações sociais, fiscalizar a gestão e administração social, exercer retirada ou recesso e participar do acervo social em caso de liquidação²³³.

²³⁰BRASIL. Cf. capítulo VII da Lei n. 6.404/1976 sobre a constituição das companhias.

²³¹BRASIL. Cf. Lei n. 6.404/1976, artigos 7 ao 10.

²³²COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Instrução n. 578/2016. Art. 20, §5º. *Admite-se a integralização de cotas do fundo com os ativos referidos no art. 5º. Art. 5º O FIP, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, que deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.*

²³³BRASIL. Cf. art. 109 da Lei n. 6.404/1976 sobre direitos essenciais dos acionistas.

No que toca à responsabilidade pelas dívidas sociais, nas sociedades limitadas, os sócios podem vir a ser responsabilizados até o limite do valor do capital social subscrito por todos eles, eis que por lei são solidariamente responsáveis por sua completa integralização²³⁴. Nas sociedades anônimas, por seu turno, cada acionista se obriga a pagar o preço de emissão das ações que subscreveu ou adquiriu, não sendo solidariamente responsável quanto à integralização das ações pelos demais acionistas. Quanto ao direito ao recebimento de dividendos, em ambos os tipos societários, os sócios participam dos lucros na proporção de suas respectivas participações no capital social, sendo que no caso da sociedade anônima devem ser observados critérios de recebimento de dividendos conforme as ações sejam ordinárias ou preferenciais, com dividendos prioritários mínimos ou fixos²³⁵.

Ocupando a posição de sócio o FIP pode vir a responder pelas dívidas sociais, além dos limites acima mencionados, em caso de desconsideração da personalidade jurídica da sociedade²³⁶, o que pode ser recorrente nas limitadas, considerado o caráter pessoal (*intuitu personae*) da relação entre os sócios, substrato para situações de confusão patrimonial ou abuso no uso da personalidade jurídica por parte de sócios e administradores.

Os resultados positivos da sociedade investida serão distribuídos ao FIP quotista ou acionista, na forma de dividendos, sendo que a destinação dos rendimentos seguirá as regras previstas em regulamento, o que pode indicar a utilização dos recursos para amortização de quotas ou seu reinvestimento em valores mobiliários no mercado.

²³⁴BRASIL. Código Civil (2002). Art. 1.007. Salvo estipulação em contrário, o sócio participa dos lucros e das perdas, na proporção das respectivas quotas, mas aquele, cuja contribuição consiste em serviços, somente participa dos lucros na proporção da média do valor das quotas. Art. 1.008. É nula a estipulação contratual que exclua qualquer sócio de participar dos lucros e das perdas. Art. 1.009. A distribuição de lucros ilícitos ou fictícios acarreta responsabilidade solidária dos administradores que a realizarem e dos sócios que os receberem, conhecendo ou devendo conhecer-lhes a ilegitimidade. Art. 1.052. Na sociedade limitada, a responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social.

²³⁵BRASIL. Lei n. 6.404/1976. Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. Art. 17, §4º Salvo disposição em contrário no estatuto, o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo.

²³⁶BRASIL. Código Civil. Art. 50. Em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica.

4.4.2 Investimento pela aquisição de valor mobiliário via plataforma eletrônica

Outra possibilidade de investimento pelo FIP é fazê-lo via plataforma eletrônica de investimento, hipótese normalmente referenciada como “*crowdfunding*”. A tradução literal do termo “*crowdfunding*” significa “financiamento coletivo”. A palavra financiamento, porém, não é adequada para caracterizar os negócios jurídicos abrangidos por essa atividade, vez que o termo pode estar relacionado, por exemplo, a negócios traduzidos por doações ou compra e venda. Financiamento é negócio jurídico de mútuo com finalidade específica, ao passo que a expressão *crowdfunding* é utilizada para denominar diversos tipos de negócios em diferentes áreas do conhecimento, por vezes significando o mercado em que são celebrados, os negócios em si, os sítios eletrônicos utilizados ou até mesmo os sujeitos envolvidos (RAGIL, 2017, p. 40-41)²³⁷.

No âmbito do presente trabalho apenas o *crowdfunding* que se traduz em atividade destinada a investimentos financeiros no campo de competência da CVM é analisado, excluídos, portanto, os que se traduzem em disponibilização de recursos financeiros para fins de campanhas eleitorais, ações filantrópicas ou celebração de mútuo via plataformas eletrônicas reguladas pelo Bacen²³⁸ (NEVES; REIS, 2018, p. 127-149; CARVALHO; NEVES, 2018, p. 1-8). O estudo aqui desenvolvido circunscreve-se à atividade prestada por pessoa jurídica, regularmente constituída no Brasil e registrada na CVM, como titular de plataforma eletrônica destinada à captação de recursos em favor de sociedade empresária de pequeno porte²³⁹.

A captação de recursos se materializa pela oferta pública de valores mobiliários (RAGIL, 2017, p. 47), salientando-se que a titular da plataforma possui autorização para realizar a emissão e a oferta pública de valores mobiliários por meio da página na rede mundial de computadores,

²³⁷BACEN. Circular n. 1.273/1987. *Capítulo de normas básicas – I, Seção de Operações de Crédito – 6, item 2, c) Financiamentos - são as operações realizadas com destinação específica, vinculadas à comprovação da aplicação dos recursos.* São exemplos os financiamentos de parques industriais, máquinas e equipamentos, bens de consumo durável, rurais e imobiliárias.

²³⁸ Cf. Resolução n. CMN n. 4.656, de 2018, arts. 3º ao 6º, art. 7º e art. 26; Res. CMN n. 4.657, de 2018; Res. CMN n. 4.658, de 2018.

²³⁹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 588/2017. Art. 2º, I – *crowdfunding de investimento: captação de recursos por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados sociedades empresárias de pequeno porte nos termos desta Instrução, e distribuída exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores que fornecem financiamento nos limites previstos nesta Instrução; II – plataforma eletrônica de investimento participativo (“plataforma”): pessoa jurídica regularmente constituída no Brasil e registrada na CVM com autorização para exercer profissionalmente a atividade de distribuição de ofertas públicas de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte, realizadas com dispensa de registro conforme esta Instrução, exclusivamente por meio de página na rede mundial de computadores, programa, aplicativo ou meio eletrônico que forneça um ambiente virtual entre investidores e emissores.*

programa, aplicativo ou meio eletrônico que similarmente ofereça ambiente virtual para a concretização dos negócios jurídicos.

Nessa modalidade de investimento, há três sujeitos principais envolvidos: (i) a sociedade empresária de pequeno porte interessada em captar recursos financeiros; (ii) a pessoa jurídica, que pode ser sociedade empresária ou Empresa Individual de Responsabilidade Limitada, titular da plataforma eletrônica, que administra o referido sítio propiciador do negócio entre investidores e captadoras; e (iii) os investidores, que podem ser, inclusive, os FIPs interessados em aportar recursos (RAGIL, 2017, p. 45)²⁴⁰.

O conceito de sociedade empresária de pequeno porte utilizado pela regulação do *crowdfunding* de investimento não é o mesmo constante na Lei Complementar n. 123/2006. Conforme dispõe a Instrução n. 588 da CVM, a sociedade empresária de pequeno porte é aquela constituída no Brasil, devidamente registrada, com receita bruta anual de até dez milhões de reais apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta e que não seja emissora de valores mobiliários perante a CVM²⁴¹. Por sua vez, para a Lei Complementar n. 123/2006 é empresa de pequeno porte aquela que aufera em ano calendário receita bruta superior a trezentos e sessenta mil reais e igual ou inferior a quatro milhões e oitocentos mil reais. Ademais, destaca-se que a Lei Complementar exclui as sociedades anônimas da possibilidade de se categorizarem como microempresas ou empresas de pequeno porte, ao passo que na regulação do *crowdfunding* não há semelhante vedação.

Há um limite de cinco milhões de reais para a captação de recursos pelas sociedades empresárias de pequeno porte via plataforma eletrônica de investimento, sendo o prazo máximo de captação de cento e oitenta dias, devendo todas essas definições ocorrer concretamente antes

²⁴⁰Os investidores podem se organizar em sindicatos participativos, o que se traduz em grupo de investidores vinculados a um investidor líder, o qual tem mais conhecimento técnico para contribuir com a estruturação das operações. O investidor líder deve investir ao menos 5% do valor total da captação pretendida e não pode ser titular, anteriormente à oferta via plataforma eletrônica, de mais de 20% da participação sobre a investida, seja direta ou pela titularidade valores mobiliários conversíveis. A regra visa proteger os demais investidores de situações que reflitam conflitos de interesses em relação ao investidor líder. Cf. art. 2º, incisos V e VI da Instrução CVM n. 588/2017.

²⁴¹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 588/2017. Art. 2º, III – sociedade empresária de pequeno porte: sociedade empresária constituída no Brasil e registrada no registro público competente, com receita bruta anual de até R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado no ano anterior à oferta e que não seja registrada como emissor de valores mobiliários na CVM; IV – renda bruta anual: soma dos rendimentos recebidos pelo investidor durante o ano-calendário e constantes da sua declaração de ajuste anual do imposto de renda, incluindo os rendimentos tributáveis, isentos e não tributáveis, tributáveis exclusivamente na fonte ou sujeitos à tributação definitiva.

do início da oferta. Cumpridas essas regras e demais disposições da regulação especial aplicável, a oferta pode ser realizada com a dispensa de registro perante a CVM²⁴².

A titular da plataforma não pode ser titular de participação, diretamente ou em razão de títulos conversíveis, superior a 20% (vinte por cento) sobre o capital social da sociedade empresária investida, anteriormente à oferta. A norma deixa evidente o intuito de preservar a sua condição de intermediária, reduzindo-se a possibilidade de conflitos de interesses (RAGIL, 2017, p. 145)²⁴³.

Em regra, há um limite por ano calendário, para cada investidor, de dez mil de reais para investimentos via plataforma eletrônica, com dispensa de registro, o que não se aplica, entretanto, no caso dos investidores qualificados, a exemplo dos FIPs²⁴⁴. Todos os investidores devem subscrever termo de ciência de risco e de adesão junto à titular da plataforma eletrônica.

Por meio da plataforma eletrônica, em contrapartida ao aporte de recursos em sociedades limitadas, os investidores recebem valores mobiliários que materializam direito de crédito perante a sociedade empresária captadora: são os “contratos de investimento coletivo”, referidos no rol de valores mobiliários da Lei n. 6.385/1976 (RAGIL, 2017, p. 138)²⁴⁵. Contratos de investimento coletivo são, pois, aqueles que ofertados publicamente geram direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros²⁴⁶.

²⁴²COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 588/2017. Art. 3º *A oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedade empresária de pequeno porte realizada nos termos desta Instrução fica automaticamente dispensada de registro na CVM, desde que observados os seguintes requisitos: I – a existência de valor alvo máximo de captação não superior a R\$5.000.000,00 (cinco milhões de reais), e de prazo de captação não superior a 180 (cento e oitenta) dias, que devem ser definidos antes do início da oferta; II – a oferta deve seguir os procedimentos descritos no art. 5º desta Instrução; III – deve ser garantido ao investidor um período de desistência de, no mínimo, 7 (sete) dias contados a partir da confirmação do investimento, sendo a desistência por parte do investidor isenta de multas ou penalidades quando solicitada antes do encerramento deste período; IV – o emissor deve ser sociedade empresária de pequeno porte nos termos desta Instrução; e V – os recursos captados pela sociedade empresária de pequeno porte não podem ser utilizados para: a) fusão, incorporação, incorporação de ações e aquisição de participação em outras sociedades; b) aquisição de títulos, conversíveis ou não, e valores mobiliários de emissão de outras sociedades; ou c) concessão de crédito a outras sociedades.*

²⁴³BRASIL. Cf. Art. 28 da Instrução CVM n. 588/2017 acerca das vedações à titular da plataforma eletrônica.

²⁴⁴Não estão sujeitos a referida limitação: o investidor líder, os investidores qualificados (como é o caso dos FIPs), nos termos da regulação específica, e os investidores cuja renda bruta anual ou montante de investimentos seja superior a cem mil reais, hipótese na qual o limite é ampliado para até 10% (dez por cento) do maior desses dois valores por ano calendário. Cf. art. 4º da Instrução CVM n. 588/2017 acerca dos limites e condições quanto ao montante de recursos aplicados por investidor e art. 19 sobre termo de ciência de riscos.

²⁴⁵Os contratos de investimento coletivo ofertados via plataforma eletrônica podem receber nomes alegóricos como “títulos de dívida conversível” (TDC) ou “nota conversível”.

²⁴⁶BRASIL. Lei n. 6.385/1976. Art. 2º *São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (...); IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de*

Os contratos de investimento coletivo foram disciplinados em 1998 pela Medida Provisória n. 1.637, posteriormente convertida na Lei n. 10.303/2001, que acrescentou dispositivos à Lei n. 6.385/1976. (ALVARES, 2004, p. 6). Seus elementos são: (i) a realização de investimento por um conjunto de investidores; (ii) o empreendimento comum ou coletivo; (iii) a realização de oferta pública; (iv) a geração de direito de participação, parceria ou remuneração, inclusive a resultante de serviços (expectativa de retorno); e (v) a origem do retorno no esforço do empreendedor ou de terceiros.

Especialmente no que se refere ao elemento “direito de participação, parceria ou remuneração”, pode ser traduzido por rendimentos, como os oriundos de juros pagos pela sociedade empresária investida ou dividendos e, ainda, por ocasião do ingresso do investidor no quadro social da sociedade empresária investida. (VERÇOSA, 1997, p. 96-98). O contrato de investimento coletivo, no caso da sociedade limitada, pode ser resultado de um contrato preliminar de formação ou aumento de capital social, que poderá resultar em ingresso do investidor na condição de sócio da sociedade empresária captadora ao ser celebrado o contrato principal de constituição ou alteração do contrato social ou, ainda, ter como lastro, um mútuo conversível em participação societária ou um contrato de participação típico de investidor anjo.

Sobre o “esforço do empreendedor ou de terceiros”, observa-se que no contrato de investimento coletivo celebrado via plataforma eletrônica os investidores aportam recursos que serão destinados pelas sociedades empresárias para realização de seus respectivos objetos sociais. Nada impede que o investidor exerça influência em atos de gestão e políticas estratégicas das investidas, o que é inclusive um requisito tratando-se de FIP, mas as funções e atividades essenciais do empreendimento são desenvolvidas por seus sócios e administradores (EIZIRIK et al., 2011, p. 43-44).

A oferta de contratos de investimento coletivo via plataforma varia conforme a modulação jurídica adotada. Assim, é possível que a titular da plataforma apenas apareça intermediando a emissão por parte da sociedade captadora do contrato de investimento coletivo, materializador de contratos preliminares de formação, de alteração do contrato social ou de mútuo conversível,²⁴⁷

parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

²⁴⁷ Aqui, a sociedade captadora participa diretamente da emissão dos valores mobiliários ofertados por intermédio da plataforma e a titular desta atua como simples prestadora de serviços, intermediando a celebração dos negócios jurídicos entre investidores e sociedade empresária investida.

ou, ainda, pode ofertar via plataforma contrato de investimento coletivo (RAGIL, 2017, p. 127) emitido por uma sociedade de propósito específico (SPE) criada entre ela e a sociedade captadora. Este último tipo de contrato de investimento coletivo tem como lastro um título privado emitido pela sociedade empresária captadora em favor da SPE²⁴⁸.

Caso o lastro ou materialização do contrato de investimento coletivo ofertado via plataforma eletrônica seja de um contrato preliminar²⁴⁹ de formação ou aumento de capital social na investida, o FIP aportará os recursos recebendo em contrapartida a promessa de futura participação societária na sociedade investida. Já se o lastro for contrato de mútuo conversível, em contrapartida ao aporte de recursos, o FIP terá direito a receber futuramente o valor mutuado acrescido de juros ou de converter, conforme sua vontade, seu crédito em participação societária, consideradas as condições e regras previstas entre os contratantes, como, por exemplo, a transformação da sociedade para o tipo “anônima”, caso seja uma limitada (RAGIL, 2017, p. 71).

4.4.3 Investimento pela celebração de contrato de participação típico de investidor-anjo

Para incentivar atividades de inovação e investimentos produtivos, a Lei Complementar n. 123/2006 passou a regular os investimentos dos chamados investidores-anjo, sendo que as finalidades de incentivo devem constar expressamente no instrumento contratual celebrado. Pessoas físicas, pessoas jurídicas e FIPs²⁵⁰ podem investir em sociedades limitadas, enquadradas

²⁴⁸Ocorre que a sociedade empresária de pequeno porte constitui juntamente à pessoa jurídica titular da plataforma uma sociedade de propósito específico (SPE). A sociedade de pequeno porte emite, então, algum título representativo de dívida perante a SPE. Posteriormente, a SPE emite, em seu nome, o contrato de investimento coletivo a fim de captar recursos via plataforma eletrônica. Observa-se que o lastro do contrato de investimento coletivo é o crédito que a SPE tem em relação à sociedade empresária de pequeno porte. Os contratos de investimento coletivo emitidos pela SPE poderão ser convertidos em participação societária na sociedade empresária de pequeno porte.

²⁴⁹Relembre-se que o contrato preliminar pode obrigar as partes quanto à celebração do contrato definitivo, o que é particularmente importante no que toca à condição de sócio de sociedade limitada, que somente se concretiza com a averbação do Contrato Social ou competente alteração na Junta Comercial. BRASIL, Código Civil (2002). Art. 462. *O contrato preliminar, exceto quanto à forma, deve conter todos os requisitos essenciais ao contrato a ser celebrado.* Art. 463. *Concluído o contrato preliminar, com observância do disposto no artigo antecedente, e desde que dele não conste cláusula de arrependimento, qualquer das partes terá o direito de exigir a celebração do definitivo, assinando prazo à outra para que o efetive. Parágrafo único. O contrato preliminar deverá ser levado ao registro competente.* Art. 464. *Esgotado o prazo, poderá o juiz, a pedido do interessado, suprir a vontade da parte inadimplente, conferindo caráter definitivo ao contrato preliminar; salvo se a isto se opuser a natureza da obrigação.* Art. 465. *Se o estipulante não der execução ao contrato preliminar, poderá a outra parte considerá-lo desfeito, e pedir perdas e danos.* Art. 466. *Se a promessa de contrato for unilateral, o credor, sob pena de ficar a mesma sem efeito, deverá manifestar-se no prazo nela previsto, ou, inexistindo este, no que lhe for razoavelmente assinado pelo devedor.*

²⁵⁰BRASIL, Lei Complementar n. 123/2006. Art. 61-A. *Para incentivar as atividades de inovação e os investimentos produtivos, a sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos desta Lei Complementar, poderá admitir o aporte de capital, que não integrará o capital social da empresa. (...), §2º O aporte*

como microempresas ou empresas de pequeno porte nos termos da Lei Complementar n. 123/2006 na condição de investidores anjo. Nesse caso, a investida não pode ser sociedade anônima, limitação constante na própria lei.

Para o FIP Capital Semente ou Multiestratégia haverá uma limitação ainda maior quanto ao aporte de recursos na sociedade limitada, pois o limite da Lei Complementar é de receita bruta anual igual ou inferior a trezentos e sessenta mil reais para microempresas, e de receita bruta anual superior a trezentos e sessenta mil reais e igual ou inferior a quatro milhões e oitocentos mil reais para empresas de pequeno porte, ao passo que o limite aplicado aos FIPs é de até dezesseis milhões de reais para a receita bruta anual da sociedade investida, apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte de recursos pelo FIP²⁵¹.

O investimento realizado pelo fundo na condição de investidor anjo concretiza-se por meio de um contrato de participação, que apesar do nome não implica em participação societária na investida. Pelo contrato de participação típico de investidor anjo, o FIP participará dos lucros auferidos pela investida, mas não ocupará a posição de sócio, tampouco terá direitos decorrentes dessa condição. Não poderá exercer gestão e administração, afastado, expressamente, da possibilidade de ser responsabilizado em razão da desconsideração da personalidade jurídica da investida²⁵².

Relembra-se que a regulação exige a efetiva influência do FIP na gestão e política estratégica da investida, ao passo que a Lei Complementar veda atos de gestão e administração pelo investidor-anjo. Nesse ponto, parece haver incompatibilidade entre as duas normas, o que não se sustenta pelo fato de que a CVM exige apenas influência por meio de quaisquer negócios jurídicos, não exigindo participação direta na gestão e administração (OURIQUE, 2017, p. 51-53). Há que ser cuidadosa a prática da influência para que não seja afastado judicialmente o benefício de não aplicação da desconsideração da personalidade jurídica.

de capital poderá ser realizado por pessoa física ou por pessoa jurídica, denominadas investidor-anjo. Art. 61-D. Os fundos de investimento poderão aportar capital como investidores-anjos em microempresas e empresas de pequeno porte.

²⁵¹BRASIL. Lei Complementar n. 123/2006, art. 3º sobre as definições de microempresa e empresa de pequeno porte.

²⁵²BRASIL. Lei Complementar n. 123/2006. Art. 61-A, §3º *A atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente por sócios regulares, em seu nome individual e sob sua exclusiva responsabilidade. §4º O investidor-anjo: I – não será considerado sócio nem terá qualquer direito a gerência ou voto na administração da empresa; II – não responderá por qualquer dívida da empresa, inclusive em recuperação judicial, não se aplicando a ele o art. 50 da Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 – Código Civil.*

Em mais um aspecto se faz necessária a compatibilização de normas. A regulação da CVM exige que o FIP, ao investir em sociedades limitadas, adquira títulos que importem em participação. Como visto, o contrato de participação do investidor-anjo não importa em participação societária. Nada impede, entretanto, que seja definida uma cláusula de conversibilidade conferindo direito potestativo ao investidor-anjo para que ao final do prazo do contrato realize resgate mediante ingresso na sociedade empresária investida na condição de sócio.

No que tange à remuneração do investidor anjo, não poderá ocorrer por tempo superior a cinco anos e o contrato de participação tem limite temporal de no máximo sete anos. Não poderá, em qualquer caso, ultrapassar 50% (cinquenta por cento) dos lucros auferidos pela sociedade investida e o investidor anjo somente poderá resgatar o capital investido após decorridos, no mínimo, dois anos do aporte. O resgate deve ocorrer na forma do artigo 1.031 do Código Civil e não pode ultrapassar o valor inicialmente investido, corrigido por índice de inflação previsto no contrato²⁵³.

O investidor-anjo poderá ceder onerosamente os direitos decorrentes de sua posição contratual para terceiros, obtido o consentimento dos sócios da sociedade investida, salvo estipulação contratual contrária. Diferencia-se a da cessão de crédito regulada pelo Código Civil, pois não basta para o investidor anjo a simples notificação do devedor, devendo ocorrer consentimento expresso²⁵⁴.

Caso os sócios da investida optem por alienar todas as quotas da sociedade, o investidor anjo terá direito de preferência na aquisição das quotas, bem como direito de alienação conjunta

²⁵³BRASIL. Lei Complementar n. 123/2006. Art. 61-A, §4º *O investidor-anjo: (...) III - será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de cinco anos. (...) §6º Ao final de cada período, o investidor-anjo fará jus à remuneração correspondente aos resultados distribuídos conforme contrato de participação, não superior a 50% (cinquenta por cento) dos lucros da sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte. §7º O investidor-anjo somente poderá exercer o direito de resgate depois de decorridos, no mínimo, dois anos do aporte de capital, ou prazo superior estabelecido no contrato de participação, e seus haveres serão pagos na forma do art. 1.031 da Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 – Código Civil, não podendo ultrapassar o valor investido devidamente corrigido.*

²⁵⁴BRASIL. Cf. Código Civil (2002), artigos 286 a 298 sobre a cessão de crédito. BRASIL. Lei Complementar n. 123/2006. Art. 61-A, §8º *O disposto no §7º deste artigo não impede a transferência da titularidade do aporte para terceiros. §9º A transferência da titularidade do aporte para terceiro alheio à sociedade dependerá do consentimento dos sócios, salvo estipulação contratual expressa em contrário.* Cf. Instrução normativa da Receita Federal do Brasil n. 1.719/2017.

do crédito relativo ao capital por ele aportado, nos mesmos termos e condições que forem ofertados aos sócios²⁵⁵.

No que toca ao regime fiscal aplicável, esclarece-se que o recebimento de aportes pela investida, oriundos de investidor-anjo, não impede a fruição dos benefícios do Simples Nacional, tampouco são considerados para o cômputo de receita bruta necessários ao enquadramento em microempresa ou empresa de pequeno porte²⁵⁶.

O Ministério da Fazenda regulou, mediante autorização legislativa para tanto²⁵⁷, a tributação sobre o resgate do capital investido pelo investidor-anjo. Nesse sentido, pessoas físicas ou jurídicas investidoras sujeitam-se ao Imposto de Renda retido na fonte calculado mediante alíquotas regressivas que variam conforme o prazo de duração do contrato de participação, seja quanto às remunerações periódicas, quanto à rentabilidade do resgate ou decorrente da alienação da posição contratual²⁵⁸. Tratando-se, entretanto, de um FIP investidor-anjo não haverá retenção do Imposto de Renda sobre os rendimentos e ganhos líquidos ou de capital auferidos pela carteira, conforme regra geral a ser explicitada a seguir.

²⁵⁵BRASIL, Lei Complementar n. 123/2006. Art. 61-C. *Caso os sócios decidam pela venda da empresa, o investidor-anjo terá direito de preferência na aquisição, bem como direito de venda conjunta da titularidade do aporte de capital, nos mesmos termos e condições que forem ofertados aos sócios regulares.*

²⁵⁶BRASIL, Lei Complementar n. 123/2006. Art. 61-A, §5º *Para fins de enquadramento da sociedade como microempresa ou empresa de pequeno porte, os valores de capital aportado não são considerados receitas da sociedade.* Art. 61-B. *A emissão e a titularidade de aportes especiais não impedem a fruição do Simples Nacional.*

²⁵⁷BRASIL, Lei Complementar n. 123/2006. Art. 61-A, §10. *O Ministério da Fazenda poderá regulamentar a tributação sobre retirada do capital investido.* A delegação de competência da Lei Complementar para o Ministério da Fazenda é questionável, pois as disposições sobre a tributação aplicável deveriam decorrer de lei em sentido estrito, ou seja, ato emanado do Poder Legislativo. Cf. art. 150, inciso I da CF/88 e art. 108, §1º da Lei n. 5.172/1966 (Código Tributário Nacional).

²⁵⁸RECEITA FEDERAL DO BRASIL. Instrução normativa n. 1719/2017. Art. 5º *Os rendimentos decorrentes de aportes de capital efetuados na forma prevista nesta Instrução Normativa sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda retido na fonte, calculado mediante a aplicação das seguintes alíquotas: I – 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento), em contratos de participação com prazo de até 180 (cento e oitenta) dias; II – 20% (vinte por cento), em contratos de participação com prazo de 181 (cento e oitenta e um) dias até 360 (trezentos e sessenta) dias; III – 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos por cento), em contratos de participação com prazo de 361 (trezentos e sessenta e um) dias até 720 (setecentos e vinte) dias; IV – 15% (quinze por cento), em contratos de participação com prazo superior a 720 (setecentos e vinte) dias. §1º A base de cálculo do imposto sobre o rendimento de que trata o inciso II do §2º corresponde à diferença positiva entre o valor do resgate e o valor do aporte de capital efetuado. §2º Entende-se como rendimento para fins de aplicação do disposto neste artigo: I – a remuneração periódica a que faz jus o investidor-anjo, correspondente aos resultados distribuídos de que trata o art. 2º; e II – o ganho no resgate do aporte de que trata o art. 4º. Art. 6º, §3º Para fins de incidência do imposto sobre a renda, considera-se alienação, qualquer forma de transmissão da propriedade, inclusive a cessão do contrato de participação. Art. 7º. São dispensados de retenção do imposto de renda os rendimentos e os ganhos líquidos ou de capital auferidos pelas carteiras dos fundos de investimento que aportarem capital como investidores anjo.*

4.5 Benefícios fiscais relacionados ao IR conferidos aos FIPs

De forma geral, os rendimentos auferidos pelos fundos de investimento em sua carteira de ativos estão isentos do Imposto de Renda, sejam decorrentes de alienação, liquidação ou resgate de títulos e valores mobiliários. Porém, não há isenção quando não subscritas todas as quotas do fundo, caso sua constituição esteja condicionada ao cumprimento desta obrigação (DINIZ, 2016, p. 26).²⁵⁹

Quanto aos benefícios tributários atribuídos aos quotistas de FIPs, foi feito um recorte para analisar as regras de incidência de Imposto de Renda, considerados apenas os quotistas residentes no país, pessoas físicas e pessoas jurídicas²⁶⁰. Vale esclarecer que os quotistas de FIPs desfrutam de certos benefícios quando comparados aos quotistas dos demais tipos de fundo de investimento.

Em alguns tipos de fundo, como nos de Renda Fixa, nos de Renda Fixa Curto Prazo²⁶¹ e em outros constituídos sob a forma de condomínio aberto, sobre os rendimentos auferidos pelos quotistas há incidência de Imposto de Renda mediante aplicação de alíquotas regressivas, conforme o prazo da aplicação (período da aquisição ao resgate). O pagamento do tributo não ocorre apenas no momento do resgate das quotas, havendo uma antecipação semestral, o chamado “come-quotas”.

Nos fundos Renda Fixa Curto Prazo, por exemplo, os rendimentos de pessoas físicas e jurídicas são tributados, mediante retenção na fonte, semestralmente, com aplicação de uma alíquota de 20%, o que ocorre, especificamente, no último dia útil dos meses de maio e de

²⁵⁹BRASIL. Decreto n. 9.580/2018. Art. 803. *Ficam isentos do imposto sobre a renda de que trata este Capítulo (Lei n° 9.532, de 1997, art. 28, §10): I - os rendimentos e os ganhos líquidos auferidos na alienação, na liquidação, no resgate, na cessão ou na repactuação dos títulos, das aplicações financeiras e dos valores mobiliários integrantes das carteiras dos fundos de investimento; e II - os juros de que trata o art. 355, recebidos pelos fundos de investimento.* O artigo 355 é referente aos juros sobre capital próprio. RECEITA FEDERAL DO BRASIL. Instrução Normativa n. 1.585/2015. Art. 14. *São isentos do imposto sobre a renda: I - os rendimentos e ganhos líquidos ou de capital, auferidos pelas carteiras dos fundos de investimento; II - os juros sobre o capital próprio (JCP) de que trata o art. 9° da Lei n° 9.249, de 26 de dezembro de 1995, recebidos pelos fundos de investimento, observado o disposto no art. 75. §1° A isenção de que trata este artigo não se aplica enquanto não subscrita a totalidade de cotas, no caso de fundos de investimento cuja constituição estiver condicionada ao cumprimento dessa obrigação. §2° A isenção de que trata este artigo aplica-se aos fundos de investimento com tributação específica, excetuado o fundo de investimento imobiliário, que será tributado conforme o disposto no art. 36.*

²⁶⁰CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Res. n. 4.373/2014. Art. 5° *Para os efeitos desta Resolução entende-se por: I - investidor não residente, individual ou coletivo, as pessoas físicas ou jurídicas, os fundos ou outras entidades de investimento coletivo, com residência, sede ou domicílio no exterior.* Cf. Instrução CVM n. 560/2015, que trata do registro, das operações e divulgação de informações de investidores não residentes no País.

²⁶¹Sobre os fundos Renda Fixa Curto Prazo vide o tópico 2.7 deste trabalho.

novembro de cada ano, ou na data do resgate, se ocorrido em data anterior²⁶². Por ocasião do resgate de quotas será aplicada uma alíquota complementar, que será de 22,5% para aplicações com prazo de até cento e oitenta dias e de 20% para aplicações com prazo acima de cento e oitenta dias.

Nos fundos Renda Fixa, sobre os rendimentos auferidos por pessoas físicas e jurídicas incide o Imposto de Renda semestralmente com a alíquota de 15% e de forma complementar, no resgate, pela seguinte regra: alíquota de 22,5% para aplicações de até cento e oitenta dias; 20% para aplicações de cento e oitenta e um dias até trezentos e sessenta dias; 17,5% para aplicações de trezentos e sessenta e um dias até setecentos e vinte dias; ou 15% para aplicações acima de setecentos e vinte dias²⁶³.

²⁶²RECEITA FEDERAL DO BRASIL. Instrução Normativa n. 1.585/2015. Art. 8º **Os fundos de investimento classificados como de curto prazo sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda na fonte, por ocasião do resgate, observado o disposto no art. 9º, às seguintes alíquotas: I - 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de até 180 (cento e oitenta) dias; II - 20% (vinte por cento), em aplicações com prazo acima de 180 (cento e oitenta) dias.** Art. 9º. A incidência do imposto sobre a renda na fonte sobre os rendimentos auferidos por qualquer beneficiário, inclusive pessoa jurídica isenta, nas aplicações em fundos de investimento, classificados como de curto ou de longo prazo, ocorrerá: **I - no último dia útil dos meses de maio e novembro de cada ano, ou no resgate, se ocorrido em data anterior, sem prejuízo do disposto no § 2º; II - na data em que se completar cada período de carência para resgate de cotas com rendimento ou no resgate de cotas, se ocorrido em outra data, no caso de fundos com prazo de carência de até 90 (noventa) dias, sem prejuízo do disposto no § 2º.** §1º A incidência do imposto a que se refere o caput será apurada de acordo com as seguintes alíquotas: **I - 20% (vinte por cento) no caso de fundos de investimento de curto prazo; e II - 15% (quinze por cento) no caso de fundos de investimento de longo prazo.** §2º Por ocasião do resgate das cotas será aplicada alíquota complementar de acordo com o previsto nos incisos I a IV do caput do art. 6º ou nos incisos I e II do art. 8º. §3º No caso previsto no inciso I do caput, o valor do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários (IOF) deduzido do rendimento apurado no último dia útil dos meses de maio e novembro de cada ano e não retido, por não haver resgate de cotas, será adicionado à base de cálculo do imposto sobre a renda na subsequente incidência deste. §4º O disposto neste artigo não se aplica aos fundos de investimento fechados de que trata o art. 16. §5º O disposto nos §§ 9º a 11 do art. 46 aplica-se também, no que couber, aos rendimentos auferidos nos fundos de investimento de que trata este artigo. Cf. No mesmo sentido dispõe art. 799 do Decreto n. 9.580/2018.

²⁶³BRASIL, Lei n. 11.033/2004. Art. 1º Os rendimentos de que trata o art. 5º da Lei no 9.779, de 19 de janeiro de 1999, relativamente às aplicações e operações realizadas a partir de 1º de janeiro de 2005, sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte, às seguintes alíquotas: **I - 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de até 180 (cento e oitenta) dias; II - 20% (vinte por cento), em aplicações com prazo de 181 (cento e oitenta e um) dias até 360 (trezentos e sessenta) dias; III - 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de 361 (trezentos e sessenta e um) dias até 720 (setecentos e vinte) dias; IV - 15% (quinze por cento), em aplicações com prazo acima de 720 (setecentos e vinte) dias.** §1º No caso de aplicações existentes em 31 de dezembro de 2004: **I - os rendimentos produzidos até essa data serão tributados nos termos da legislação então vigente; II - em relação aos rendimentos produzidos em 2005, os prazos a que se referem os incisos I a IV do caput deste artigo serão contados a partir: a) de 1º de julho de 2004, no caso de aplicação efetuada até a data da publicação desta Lei; e b) da data da aplicação, no caso de aplicação efetuada após a data da publicação desta Lei.** §2º No caso dos fundos de investimentos, será observado o seguinte: **I - os rendimentos serão tributados semestralmente, com base no art. 3º da Lei no 10.892, de 13 de julho de 2004, à alíquota de 15% (quinze por cento), sem prejuízo do disposto no inciso III deste parágrafo; II - na hipótese de fundos de investimentos com prazo de carência de até 90 (noventa) dias para resgate de quotas com rendimento, a incidência do imposto de renda na fonte a que se refere o inciso I deste parágrafo ocorrerá na data em que se completar cada período de carência para resgate de quotas com rendimento, sem prejuízo do disposto no inciso III deste parágrafo; III - por ocasião do resgate das**

Distintamente, para os FIPs, os rendimentos auferidos pela carteira de valores mobiliários somente são tributados com Imposto de Renda quando do resgate de quotas pelos investidores, à alíquota de 15% sobre a diferença positiva entre o valor do resgate e o custo de aquisição. Significa que **não há antecipação semestral** e o FIP poderá reinvestir os recursos, sem incidência do Imposto de Renda, até que os quotistas realizem o resgate de quotas, oportunidade na qual incidirá o imposto, a mesma regra valendo para as amortizações²⁶⁴ (RIBEIRO, 2016, p. 81).

Essas disposições, entretanto, apenas se aplicam aos fundos que efetivamente cumprirem os limites de diversificação e critérios de enquadramento da carteira de ativos determinados pela CVM. Sem prejuízo disso, deverão ter a carteira composta de, no mínimo, 67% de ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição. Caso a regulação não seja observada, o FIP estará sujeito às alíquotas regressivas descritas acima para os fundos Renda Fixa.

Destaca-se que, ressalvadas responsabilidades do próprio contribuinte pelo pagamento do Imposto de Renda, a administradora do fundo é que será responsável pela retenção e recolhimento do referido imposto até o terceiro dia útil subsequente ao decêndio de ocorrência do fato gerador, seja ele o resgate ou a amortização de quotas. Os ganhos de capital auferidos, por ocasião do resgate, amortização e liquidação do fundo, pelos quotistas que tenham adquirido quotas em operações dentro e fora de bolsa, são apurados pela administradora com base no custo de aquisição

quotas, será aplicada alíquota complementar de acordo com o previsto nos incisos I a IV do caput deste artigo. No mesmo sentido prevê o artigo 790 do Decreto n. 9.580/2018.

²⁶⁴BRASIL. Decreto n. 9.580/2018. Art. 832. Os rendimentos auferidos no resgate de quotas dos fundos de investimento em participações, dos fundos de investimento em quotas de fundos de investimento em participações e dos fundos de investimento em empresas emergentes, inclusive quando decorrentes da liquidação do fundo, ficam sujeitos ao imposto sobre a renda na fonte, à alíquota de quinze por cento, incidente sobre a diferença positiva entre o valor de resgate e o custo de aquisição das quotas (Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006, art. 2º, caput). §1º Os ganhos auferidos na alienação de quotas de fundos de investimento de que trata o caput serão tributados, à alíquota de quinze por cento (Lei nº 11.312, de 2006, art. 2º, §1º, incisos I e II): I - como ganho líquido, quando auferidos por pessoa física em operações realizadas em bolsa e por pessoa jurídica em operações realizadas dentro ou fora de bolsa; e II - de acordo com as regras aplicáveis aos ganhos de capital na alienação de bens ou de direitos de qualquer natureza, quando auferidos por pessoa física em operações realizadas fora de bolsa. §2º Na hipótese de amortização de quotas, o imposto sobre a renda incidirá sobre o valor que exceder o custo de aquisição à alíquota de que trata o caput (Lei nº 11.312, de 2006, art. 2º, §2º). §3º O disposto neste artigo aplica-se somente aos fundos a que se refere o caput que cumprirem os limites de diversificação e as regras de investimento constantes da regulamentação estabelecida pela CVM (Lei nº 11.312, de 2006, art. 2º, §3º). §4º Sem prejuízo da regulamentação estabelecida pela CVM, na hipótese de fundo de investimento em empresas emergentes e de fundo de investimento em participações, além do disposto no §3º, os fundos deverão ter a carteira composta de, no mínimo, sessenta e sete por cento de ações de sociedades anônimas, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição (Lei nº 11.312, de 2006, art. 2º, §4º). §5º Ficam sujeitos à tributação do imposto sobre a renda na fonte, às alíquotas previstas no inciso I ao inciso IV do caput do art. 790, os rendimentos auferidos pelo cotista quando da distribuição de valores pelos fundos de que trata o caput, em decorrência de inobservância ao disposto nos §3º e §4º (Lei nº 11.312, de 2006, art. 2º, §5º).

das quotas, conforme demonstrado no boletim de subscrição ou nota de corretagem, caso as quotas tenham sido adquiridas no mercado secundário²⁶⁵.

Os quotistas que sejam investidores de FIPs Infraestrutura e PD&I contam com mais uma vantagem, pois se tratando de pessoas físicas, os rendimentos recebidos em razão do resgate de quotas, bem como de amortização, estarão isentos do Imposto de Renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas. Os ganhos auferidos na alienação de quotas serão tributados: (i) à alíquota zero, quando auferidos por pessoas físicas em operações realizadas em bolsa ou fora de bolsa; (ii) como ganho líquido, à alíquota de 15% quando auferidos por pessoas jurídicas em operações realizadas dentro ou fora de bolsa; e (iii) à alíquota zero para beneficiários não residentes. Destaca-se que as normas de ordem tributária destinadas aos FIPs Infraestrutura ou PD&I decorrem das disposições da própria Lei n. 11.478/2007, que trata desses fundos²⁶⁶.

4.6 Benefícios relacionados a fomento

No que toca aos benefícios de fomento, foram tomados exemplos práticos importantes. Para tratar da atuação de agências de fomento, por não haver registro de agência de fomento no Estado de Minas Gerais, a abordagem voltou-se para a agência sediada em outra unidade federativa da região sudeste: o Estado de São Paulo. Por sua vez, relativamente aos bancos de

²⁶⁵BRASIL. Decreto n. 9.580/2018. Art. 801, caput. *O imposto sobre a renda de que trata este Capítulo será retido pelo administrador do fundo de investimento na data da ocorrência do fato gerador e recolhido até o terceiro dia útil subsequente ao decêndio de ocorrência dos fatos geradores* Cf. art. 33, §6º da Instrução Normativa n. 1.585/2015 da Receita Federal do Brasil.

²⁶⁶BRASIL. Lei n. 11.478/2007. Art. 2º Os rendimentos auferidos no resgate de cotas do FIP-IE e do FIP-PD&I, inclusive quando decorrentes da liquidação do fundo, ficam sujeitos à incidência do imposto sobre a renda na fonte à alíquota de 15% (quinze por cento) sobre a diferença positiva entre o valor de resgate e o custo de aquisição das cotas. §1º Os ganhos auferidos na alienação de cotas de fundos de investimento de que trata o **caput** serão tributados: I - à alíquota 0 (zero), quando auferidos por pessoa física em operações realizadas em bolsa ou fora de bolsa; II - como ganho líquido, à alíquota de 15% (quinze por cento), quando auferidos por pessoa jurídica em operações realizadas dentro ou fora de bolsa; III - (revogado); IV - à alíquota 0 (zero), quando pagos, creditados, entregues ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior, individual ou coletivo, que realizar operações financeiras no País de acordo com as normas e condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, exceto no caso de residente ou domiciliado em país com tributação favorecida, nos termos do art. 24 da Lei nº 9.430, de 27 de dezembro de 1996. §2º No caso de amortização de cotas, o imposto de renda incidirá sobre o valor que exceder o respectivo custo de aquisição à alíquota de que trata o caput deste artigo. §3º No caso de rendimentos distribuídos à pessoa física, nas formas previstas no caput e no § 2º, **tais rendimentos ficam isentos do imposto sobre a renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas**. §4º O disposto neste artigo aplica-se somente aos fundos referidos nesta Lei que cumprirem os limites de diversificação e as regras de investimento constantes da regulamentação estabelecida pela CVM. §5º Na hipótese de liquidação ou transformação do fundo, conforme previsto no §9º do art. 1º desta Lei, aplicar-se-ão as alíquotas previstas nos incisos I a IV do caput do art. 1º da Lei nº11.033, de 21 de dezembro de 2004. Art. 3º As perdas apuradas nas operações de que trata o art. 2º desta Lei quando realizadas por pessoa jurídica tributada com base no lucro real não serão dedutíveis na apuração do lucro real.

desenvolvimento, foi destacada a atuação do Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais – BDMG, notadamente na condição de quotista de FIPs.

Na busca por casos práticos envolvendo a atuação de bancos de desenvolvimento e agências de fomento, deparou-se com outras instituições, que, submetidas ao regime jurídico do Marco Legal da Inovação, relacionam-se à constituição e ao aporte de recursos em fundos de investimento voltados para sociedades inovadoras. Nesse sentido, foram investigados também contornos práticos da atuação da FINEP – Financiadora de Estudos e Projetos, da Fundação de Desenvolvimento da Pesquisa - FUNDEP, da Universidade Federal de Minas Gerais e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES²⁶⁷.

O FIP que obtenha apoio direto de organismos de fomento ou organismos multilaterais está autorizado a contrair empréstimo desses organismos até o limite de 30% (trinta por cento) dos ativos do fundo. A faculdade apenas é concedida após a obtenção formal do compromisso de apoio financeiro, seja para realização de investimento no FIP ou para a concessão de empréstimos. Para tais efeitos, **a regulação considera como organismos de fomento os organismos multilaterais, as agências de fomento e os bancos de desenvolvimento** que sejam de controle e possuam recursos de origens governamentais²⁶⁸. Esses fundos também têm a vantagem de poderem atribuir a uma ou mais classes de suas quotas direitos econômico-financeiros diferenciados, além dos relativos à fixação de taxa de administração e gestão e à ordem de preferência no pagamento de rendimentos, amortizações ou saldo de liquidação²⁶⁹. No que toca aos direitos políticos é possível que se atribuam direitos de veto sobre deliberações do Comitê de Investimento ou da Assembleia Geral de Quotistas.

²⁶⁷Apesar do nome “Banco Nacional de Desenvolvimento”, o BNDES não é enquadrado como um banco de desenvolvimento, sendo um tipo separado de instituição integrante do Sistema Financeiro Nacional. Disponível em: <<https://www4.bcb.gov.br/fis/cosif/rest/buscar-instituicoes.asp>>. Acesso em: 20 nov. 2018.

²⁶⁸COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 10. *O FIP que obtenha apoio financeiro direto de organismos de fomento está autorizado a contrair empréstimos, diretamente, dos organismos de fomento, limitados ao montante correspondente a 30% (trinta por cento) dos ativos do fundo. §1º O exercício da faculdade prevista no caput somente é permitido após a obtenção do compromisso formal de apoio financeiro de organismos de fomento, que importe na realização de investimentos ou na concessão de financiamentos em favor do fundo. §2º Para efeitos do disposto no caput, são considerados como organismos de fomento os organismos multilaterais, as agências de fomento ou os bancos de desenvolvimento que possuam recursos provenientes de contribuições e cotas integralizadas majoritariamente com recursos orçamentários de um único ou de diversos governos, e cujo controle seja governamental ou multigovernamental. Art. 43. É vedado ao administrador e gestor, direta ou indiretamente, em nome do fundo: II – contrair ou efetuar empréstimos, salvo: a) o disposto no art. 10; b) nas modalidades estabelecidas pela CVM; ou c) para fazer frente ao inadimplemento de cotistas que deixem de integralizar as suas cotas subscritas.*

²⁶⁹COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução n. 578/2016. Art. 19, §3º *Os fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais ou aqueles referidos no art. 10 podem atribuir a uma ou mais classes de cotas distintos direitos econômico-financeiros além daqueles previstos no §2º, incisos I e II.*

As ações de apoio das agências de fomento e dos bancos de investimento são importantes, pois são capazes de contribuir para a implementação de política de incentivo à inovação ao investir consideráveis montantes de recursos em sociedades cujo objeto social envolva atividades empresariais de alto risco, decorrente da incerteza acerca do sucesso e aceitação de seus produtos e serviços no mercado.

4.6.1 Exemplos de FIPs beneficiados pela atuação de agências de fomento e da FINEP

Como exemplo da atuação de agências de fomento relativamente a investimentos em FIPs, em São Paulo, a “Desenvolve SP – Agência de Fomento”, em parceria com outras instituições, inclusive com a FINEP, lançou o “Inovação Paulista Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia” visando o aporte de recursos em *Startups* de base tecnológica. O FIP é administrado pela Lions Trust Administradora de Recursos Ltda. e gerido pela SP Ventures Gestora de Recursos S.A.

Apenas valores mobiliários de emissão de sociedades anônimas, de capital aberto e fechado, compõem a carteira do FIP sob análise. Conforme informações de agosto de 2018, disponibilizadas na página da CVM, recebem investimentos do Inovação Paulista FIP Multiestratégia, além de um fundo de investimento do tipo Renda Fixa, sociedades dos ramos de tecnologia em agricultura, tecnologia digital, biotecnologia e desenvolvimento de softwares. O patrimônio líquido na mesma data era de R\$104.394.123,40 (cento e quatro milhões, trezentos e noventa e quatro mil, cento e vinte e três reais e quarenta centavos).

Conforme regulamento, o fundo investe em sociedades que sejam consideradas inovadoras, nos termos da Lei de Inovação, atuantes nos setores de tecnologias da informação e comunicação, tecnologias agropecuárias, novos materiais, nanotecnologias e tecnologias em saúde. O fundo apenas está autorizado a investir em sociedades localizadas no Estado de São Paulo e pode investir até 20% (vinte por cento) do capital subscrito em sociedades cuja receita operacional bruta anual seja de até dezoito milhões de reais, sendo que o restante pode ser destinado a sociedades com receita bruta anual de até três milhões e seiscentos mil reais. Há previsão de que, no mínimo, dez milhões de reais sejam investidos em sociedades cujos projetos sejam aprovados no Programa de Pesquisa Inovativa em Pequenas Empresas - PIPE, criado pela Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo – FAPESP.

Por sua vez, FIP Inova Empresa Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia, administrado pela Lions Trust Administradora de Recursos Ltda., conforme informações do mês de julho de 2018, disponibilizadas no sítio eletrônico da CVM, tinha patrimônio líquido de R\$155.704.648,35 (cento e cinquenta e cinco milhões, setecentos e quatro mil, seiscentos e quarenta e oito reais e trinta e cinco centavos) admitindo até nove quotistas, além da FINEP e com aprovação desta. Pelo menos duas sociedades anônimas de capital fechado já receberam recursos desse FIP. Elas atuam em áreas de pesquisa e desenvolvimento experimental em ciências físicas e naturais e na fabricação de componentes eletrônicos e de informática.

Outro exemplo importante é o Fundo de Investimento em Participações Inova Empresa MPE Capital Semente Primatec, administrado pela Intrader DTVM Ltda. e gerido pela Antera Gestão de Recursos S/A²⁷⁰. Apesar de categorizado como Capital Semente, conforme regulamento, o FIP apenas investe recursos em sociedades anônimas com receita bruta anual de até dezesseis milhões de reais, apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte de recursos pelo fundo. Sua política de investimentos exige que a sociedade investida tenha vínculo de incubação ou associação com incubadora ou parque tecnológico. Os setores alvo são os de tecnologia da informação e comunicação, energia, sustentabilidade e economia criativa, sendo obrigatório que as sociedades alvo introduzam novidade ou aperfeiçoamento no ambiente produtivo e social que resulte em novos produtos, serviços ou processos.

Consta expressamente que a participação do FIP na investida deve ser preferencialmente minoritária e o percentual de participação da União, por meio das empresas públicas federais, multiplicado pelo percentual de participação do FIP na investida não pode exceder 50% (cinquenta por cento) das ações com direito a voto.

Para receber recursos do fundo, a sociedade empresária interessada deve submeter proposta em página na internet e efetuar cadastro²⁷¹. O processo seletivo envolve a aprovação por um Comitê de Investimentos do FIP, composto pela gestora e por investidores. A administradora e a gestora foram selecionadas mediante edital lançado pela FINEP. A previsão da FINEP, conforme informação disponibilizada em seu website, é de que o capital comprometido do FIP chegue a cem milhões de reais, sendo considerados potenciais investidores para o fundo as agências de fomento,

²⁷⁰Disponível em: <<http://www.finep.gov.br/noticias/todas-noticias/5332-fundo-de-r-100-milhoes-primatec-com-participacao-da-finep-divulga-seu-primeiro-investimento>>. Acesso em: 19 nov. 2018.

²⁷¹Disponível em: <<http://www.fundoprimatec.com.br/pt-BR>>. Acesso em: 19 nov. 2018.

bancos de desenvolvimento, fundos de pensão, dentre outros. Constituído em 2014, o prazo de duração desse FIP é de nove anos, contado a partir da primeira integralização de quotas, prorrogável por mais dois.

4.6.2 Exemplos de FIPs beneficiados pela atuação de bancos de desenvolvimento e do BNDES

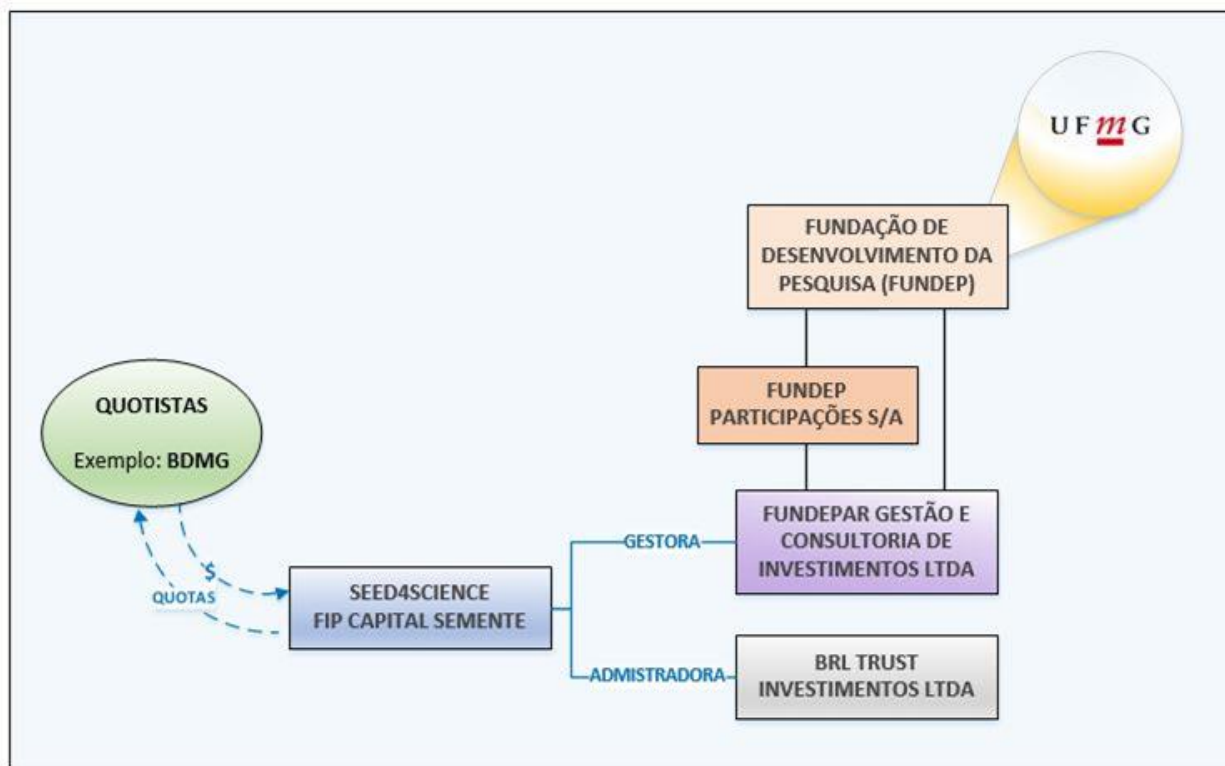
Segundo informações da página do BDMG na internet o banco investe em nove FIPs, figurando dentre o eles o Fundo de Investimento em Participações Inova Empresa MPE Capital Semente Primatec, cuja constituição foi de iniciativa da FINEP, além dos fundos Seed4Science e Criatec 3²⁷².

Em fase pré-operacional, o Seed4Science Fundo de Investimento em Participações Capital Semente tem seu regulamento datado de 13 de abril do ano de 2018, sendo administrado pela BRL Trust Investimentos Ltda. e tendo como gestora profissional a Fundepar Gestão e Consultoria de Investimentos Ltda., cujos sócios são a Fundep Participações S/A e a Fundação de Desenvolvimento da Pesquisa - FUNDEP²⁷³.

²⁷²Disponível em: <<https://www.bdmg.mg.gov.br/inovacao/>>. Acesso em: 20 nov. 2018.

²⁷³Consulta ao quadro de sócios pelo sítio da Receita Federal do Brasil, CNPJ: 20.283.929/0001-82.

Figura 3 – Seed4Science FIP e FUNDEP



Fonte: elaborado pela autora.

A Fundep Participações S.A, sociedade anônima de capital fechado, foi constituída por escritura pública como subsidiária integral da fundação de apoio Fundep (Fundação de Desenvolvimento da Pesquisa), pessoa jurídica de direito privado, sem fins lucrativos que tem sede em Belo Horizonte e, dentre suas principais finalidades, apoia e fomenta a realização de atividades de pesquisa, ensino, extensão e desenvolvimento institucional da Universidade Federal de Minas Gerais, mediante assessoramento à elaboração de projetos, captação, concessão e gestão de recursos e outorga de bolsas²⁷⁴. Na constituição da Fundep Participações S.A, consta como parte do seu objeto social participar, como quotista ou acionista, de outras sociedades, nacionais ou estrangeiras, inclusive financiando e integrando consórcios com objetivo de desenvolver atividades relacionadas ao “Programa Fundep de Investimentos em Empresas Emergentes Inovadoras”²⁷⁵.

²⁷⁴Disponível em: <<http://www.fundep.ufmg.br/institucional/estatuto-fundep/>>. Acesso em: 19 nov. 2018.

²⁷⁵Disponível em: <<http://www.fundep.ufmg.br/institucional/estatuto-fundep/>>. Acesso em: 19 nov. 2018.

Observa-se que há uma linha de relacionamento direta entre a FUNDEP integrante do quadro de sócios da gestora (e indireta, por meio da Fundep Participações S/A) e a Universidade Federal de Minas Gerais. Esse relacionamento constitui uma ponte entre as políticas de investimento adotadas para o fundo e os agentes e ambientes de inovação oriundos da Universidade, como pesquisadores, inventores e incubadora.

Há um contrato de parceria entre a UFMG e a FUNDEP para apoio à gestão das atividades da Coordenadoria de Transferência e Inovação Tecnológica - CTIT, que atua como Núcleo de Inovação Tecnológica - NIT da UFMG. Atualmente, a CTIT integra a estrutura administrativa da própria Universidade, sendo que esta exerce o papel de ICT. O referido contrato de parceria visa aperfeiçoar as definições sobre as funções e atividades da CTIT possibilitando sua transição para uma entidade com personalidade jurídica própria²⁷⁶.

A CTIT assume importante papel no âmbito de atuação dos agentes vinculados à UFMG responsáveis pelo desenvolvimento de pesquisas, bem como nas atividades de compartilhamento de laboratórios e instalações da Universidade com sociedades empresárias, participando da gestão de sua política institucional de inovação. Especialmente no que toca ao compartilhamento de instalações, destaca-se o ambiente proporcionado pela Inova/UMFG, que vinculada à CTIT funciona como incubadora de jovens sociedades empresárias²⁷⁷.

As ICTs vêm desempenhando funções cada vez mais relevantes no compartilhamento de espaços, pesquisas, produtos e serviços inovadores entre Universidades e sociedades empresárias. Nesse aspecto, o Decreto n. 9.283, de 7 de fevereiro de 2018, que regulamentou a Lei de Inovação, reforçou a antiga disposição segundo a qual as ICTs públicas integrantes da administração pública indireta, inclusive as ligadas às Universidades, podem até mesmo participar minoritariamente do capital social das sociedades empresárias, com o propósito de desenvolver produtos, serviços ou processos inovadores²⁷⁸. Os investimentos podem ser realizados de forma direta ou por meio de

²⁷⁶O contrato de parceria entre UFMG e FUNDEP está disponível para consulta na página da UFMG na internet. Disponível em: <https://www.ufmg.br/dlo/arquivo/dfc/Contratos/CT_016_2018_fundep_ctit.pdf>. Acesso em: 20 nov. 2018.

²⁷⁷Sobre o vínculo da Inova com a CTIT e informações sobre editais de seleção para incubação de sociedades, vale conferir os sites da Inova e da UFMG. Disponível em: <<https://ufmg.br/pesquisa-e-inovacao/empreendedorismo/incubadora-de-empresas>> e <<http://www.inova.ufmg.br/conheca>>. Acesso em: 20 nov. 2018.

²⁷⁸BRASIL, Decreto n. 9.283/2018. *Art. 4º Ficam as ICT públicas integrantes da administração pública indireta, as agências de fomento, as empresas públicas e as sociedades de economia mista autorizadas a participar minoritariamente do capital social de empresas, com o propósito de desenvolver produtos ou processos inovadores que estejam de acordo com as diretrizes e as prioridades definidas nas políticas de ciência, tecnologia, inovação e de*

fundos de investimento, constituídos com recursos próprios ou de terceiros. Há expressa autorização para que as ICTs públicas integrantes da administração indireta instituam fundos de investimento em sociedades cujo objeto social esteja voltado para inovação²⁷⁹.

Com isso, quer-se dizer que as ICTs poderão aportar recursos quando da constituição de um novo fundo ou adquirir quotas de fundos já existentes, além de promover ações como: publicar editais para a seleção de gestoras, de sociedades empresárias inovadoras que serão investidas e de projetos inovadores que serão priorizados; viabilizar a interação entre criadores, inventores e sociedades empresárias; incentivar o envolvimento de parques tecnológicos em projetos alvo de investimento.

No FIP Seed4science, as sociedades alvo de aporte de recursos, também beneficiadas com o apoio em gestão e políticas estratégicas pela gestora profissional, são as constituídas sob a forma de sociedade anônima ou de sociedade limitada cuja receita máxima seja de quatro milhões e oitocentos mil reais no ano calendário anterior ao primeiro aporte de recursos pelo fundo. Seus objetos sociais devem estar voltados para setores como: biotecnologia, nanotecnologia, internet e comunicação, havendo prioridade para aquelas cujos projetos sejam provenientes ou estejam de alguma forma ligados aos centros de pesquisa, faculdades e universidades.

Interessante que, conforme disposições do regulamento, a gestora faz jus, além da taxa de performance, a um prêmio de externalidade a ser pago pelo fundo, limitado a 2% (dois por cento) do capital efetivamente aportado pelo fundo nas investidas, em contrapartida ao atingimento de metas. Estas consistem em que a gestora atinja: (i) o mínimo de cinco milhões em captação de subvenção econômica para investidas; (ii) o mínimo de sete milhões em captação de coinvestimentos; e (iii) que no mínimo de 25% (vinte e cinco por cento) das investidas recebam coinvestimento, conforme condições definidas no regulamento.

desenvolvimento industrial. §3º A entidade poderá realizar o investimento: I - de forma direta, na empresa, com ou sem coinvestimento com investidor privado; ou II - de forma indireta, por meio de fundos de investimento constituídos com recursos próprios ou de terceiros para essa finalidade (...).

²⁷⁹BRASIL. Decreto n. 9.283/2018. Art. 4º, §11. *O investimento feito por ICT pública integrante da administração pública direta poderá ocorrer somente por meio de entidade da administração indireta, a partir de instrumento específico com ela celebrado. Art. 5º Ficam as ICT públicas integrantes da administração indireta, as agências de fomento, as empresas públicas e as sociedades de economia mista autorizadas a instituir fundos mútuos de investimento em empresas cuja atividade principal seja a inovação. §1º Os fundos mútuos de investimento de que trata o caput serão caracterizados pela comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários, na forma estabelecida na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão dessas empresas. §2º Cabe à Comissão de Valores Mobiliários editar normas complementares sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de investimento a que se refere o caput.*

O capital comprometido máximo esperado para a primeira emissão de quotas do fundo é de oitenta milhões de reais. O limite para aporte de recursos em uma única sociedade investida é de no máximo três milhões e quinhentos reais ou 10% (dez por cento) do capital comprometido do fundo, o maior dentre os dois. O prazo de duração previsto é de dez anos, contados da primeira integralização de quotas, sendo os cinco primeiros anos destinados às operações de investimento e os demais às de desinvestimento.

Além do FIP Seed4science, como mais um exemplo de FIP que recebeu recursos do BDMG, o Fundo Criatec 3 faz parte de uma série de fundos lançados pelo BNDES. Todos estão enquadrados como Capital Semente, sendo eles: o “Criatec 3 Fundo de Investimento em Participações Capital Semente”, o “Fundo de Investimento em Participações Capital Semente Criatec II”, e o “Fundo de Investimento em Participações Criatec Capital Semente”.

No âmbito dos fundos de investimento da série Criatec²⁸⁰, o primeiro deles teve início em 2007, com patrimônio comprometido total de cem milhões de reais, sendo o aporte da BNDESPAR equivalente a oitenta milhões, contando também com vinte milhões do Banco do Nordeste do Brasil S.A. O fundo teve por finalidade aportar recursos em sociedades empresárias de capital semente inovadoras, oferecendo também apoio gerencial (BIAGINI; SILVA, 2015, p. 114-118). Houve um processo seletivo para seleção da administradora e da gestora.

Em sua política de investimentos constaram setores alvo como biotecnologia, nanotecnologia e agronegócios. Foram definidos limites de faturamento para as sociedades investidas estarem aptas a receberem os aportes. Assim, no mínimo 25% do patrimônio líquido do fundo, por exemplo, deveria ser investido em sociedades empresárias com faturamento anual de até 1,5 milhões de reais e no máximo 25% em sociedades com faturamento anual entre 4,5 e 6 milhões de reais. O valor máximo de investimento para uma sociedade seria de cinco milhões de reais. O período de investimento do primeiro fundo Criatec foi encerrado em novembro de 2011, contando com um portfólio de trinta e seis sociedades investidas²⁸¹. (BIAGINI; SILVA, 2015, p. 119-120)

Continuamente, em 2013, foi constituído o segundo fundo da série Criatec. Sua estrutura, além de contar com uma gestora profissional, inclui assessoria operacional pela Triaxis Capital²⁸²,

²⁸⁰Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/mercado-de-capitais/fundos-de-investimentos>>. Acesso em: 19 nov. 2018.

²⁸¹Disponível em: <www.anteragr.com.br/atuacao/fundo-criatec-seed-capital>. Acesso em: 19 nov. 2018

²⁸²Nome fantasia para E, H & R Investimentos Ltda.

sediada em Belo Horizonte, e gestores regionais em Porto Alegre, São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Brasília e Fortaleza. O segundo fundo Criatec contou com o aporte de 123,7 milhões do BNDES, 30 milhões do Banco do Nordeste S.A - BNB, 10 milhões do BDMG, 10 milhões do Banco de Brasília S.A - BRB, 10 milhões do BADESUL Desenvolvimento S.A e 2,3 milhões pela própria gestora do fundo (BIAGINI; SILVA, 2015, p. 117).

O prazo de duração previsto, conforme regulamento, é de dois a dez anos, sendo os quatro primeiros destinados às operações de investimento e os demais às de desinvestimento. As sociedades empresárias aptas a receberem recursos do fundo devem ter objeto inovador e faturamento líquido anual de até dez milhões de reais. Devem, ainda, estar inseridas em setores alvo, como tecnologia da informação e comunicação, agronegócios, nanotecnologia, biotecnologia, novos materiais, *fintech*, energia e logística.

O investimento máximo por sociedade aumentou em relação ao primeiro fundo Criatec, passando para seis milhões²⁸³. Em website com o nome do próprio fundo é possível que as sociedades empresárias submetam pedido para receber investimentos, bastando preencher formulário de submissão de proposta para iniciar o processo. No formulário são requeridas informações como: nome empresarial, data de fundação da sociedade, nome do administrador/diretor responsável, breve descrição dos negócios e atividades desenvolvidas, detalhamento dos produtos e serviços oferecidos, mercado alvo, canais de distribuição, principais clientes, diferenciais competitivos no mercado nacional e internacional, parcerias importantes, valor da necessidade de captação de recursos, currículo breve de “pessoas chave” que trabalham para o sucesso da sociedade.

O mais recente da série, terceiro fundo Criatec tem como administradora a Lions Trust Administradora de Recursos Ltda. e como gestora profissional a Inseed Investimentos Ltda., sediada em Nova Lima, Minas Gerais. A chamada, por meio de edital, para escolha da gestora foi encerrada em outubro de 2014. A duração inicial prevista para o fundo é de dez anos, passível de prorrogação por mais cinco, mediante decisão da Assembleia Geral de Quotistas.

O mais expressivo quotista desse FIP é a BNDESPAR. Também figuram como investidores quotistas, a Agência de Fomento do Estado do Amazonas S/A - AFEAM, o Banco de

²⁸³Disponível em: <www.criatec2.com.br>. Acesso em: 20 nov. 2018. Pela página na internet também é possível consultar o nome das sociedades empresárias investidas pelo Criatec 2, inclusive por região.

Desenvolvimento do Rio Grande do Sul - BADESUL, o Banco de Desenvolvimento do Espírito Santo S/A - BANDES, o Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais - BDMG, o Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul S/A - BRDE, a Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais - FAPEMIG, a Agência de Fomento do Estado do Paraná – FOMENTO PR, a VALID S/A e outros investidores privados, além da gestora. (BIAGINI; SILVA, 2015, p. 117).

As sociedades investidas devem ser inovadoras e ter receita operacional líquida anual que não ultrapasse doze milhões de reais, sendo os setores alvo semelhantes aos dos fundos anteriores. Em sua estrutura está previsto que o FIP deve possuir, no mínimo, seis polos de atuação com representantes regionais da gestora e equipes especializadas. Os representantes regionais são aprovados por um Comitê de Investimentos do fundo, sendo os polos de atuação: Amazonas ou Pará, Pernambuco ou Paraíba, Santa Catarina ou Paraná, além de três estados do Sudeste, sendo um deles, obrigatoriamente, Minas Gerais. Nos polos de atuação os gestores regionais contam com uma equipe chave. Integrantes dessa equipe constam nominalmente no regulamento, inclusive com a previsão de horas que devem destinar às atividades do fundo.

No website da Inseed, gestora do fundo, há um campo para que as sociedades empresárias interessadas se candidatem para receber recursos, havendo um manual para a candidatura. Segundo referido documento, as sociedades alvo do fundo devem estar estabelecidas no Brasil, desenvolver tecnologias inovadoras e ter potencial de crescimento. Além disso, as tecnologias desenvolvidas pelas investidas “*devem oferecer forte barreira que impeça, ou dificulte sua reprodução por outros players. Devem ser escaláveis e resolver um problema de mercado muito relevante*”²⁸⁴.

Segundo o regulamento do fundo, não podem ser realizados adiantamentos para futuro aumento de capital, tampouco investimentos em títulos e valores mobiliários emitidos por sociedades limitadas. No mínimo 25% (vinte e cinco por cento) das investidas devem ter receita operacional líquida inferior a três milhões de reais. O fundo pode aportar valores que variam de 1,5 a 10 milhões por sociedade empresária, cumpridas as limitações e condições do regulamento.

Há, ainda, a previsão para aprovação de um Comitê de Investimentos e regras que envolvem: (i) o dever de aportar no mínimo dezesseis milhões de reais em sociedades sediadas em Minas Gerais; (ii) o mínimo de quinze milhões nas sociedades sediadas em estados do Nordeste ou municípios do norte de Minas Gerais e do Espírito Santo listados na Lei Complementar n.

²⁸⁴Disponível em: <www.inseedinvestimentos.com.br/criatec3>. Acesso em: 19 nov. 2018.

125/2007²⁸⁵; e (iii) limites mínimos para investimentos em estados da região sul, Espírito Santo, Rio Grande do Sul, Amazonas e Paraná.

O Comitê de investimentos do fundo é composto por até oito membros, sendo um membro indicado pela gestora, o qual não tem direito de voto; um membro indicado pela BNDESPAR com direito a seis votos; um indicado pelo BANDES, outro pelo BDMG, outro pelo BRDE, outro pela VALID S.A, outro pelo BADESUL, e outro pelo BNB, todos esses com direito a um voto. As deliberações ocorrem por maioria simples e há poder de veto para a BNDESPAR. Para que possa indicar membros para o Comitê, o investidor deve aportar no mínimo dez milhões de reais, mediante a subscrição de quotas do fundo. Os membros do Comitê têm mandato por prazo indeterminado e não recebem remuneração.

Em novembro de 2017, a BNDESPAR lançou um novo edital de chamada para que gestoras apresentem proposta de gestão para um fundo de investimento em participações Capital Semente cujo foco será apoiar “Empresas Nascentes”, *Startups* inovadoras, em conjunto com investidores-anjo e/ou aceleradoras, bem como “Pequenas Empresas Inovadoras”, buscando estimular empreendedorismo, induzir melhores práticas de governança e gestão e a cultura de capital de risco no Brasil.

Conforme o edital, são consideradas “Empresas Nascentes (*Startups*)” aquelas sociedades com receita bruta anual de até um milhão de reais apurada no exercício social anterior ao primeiro aporte de recursos pelo FIP, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos três anos e “Pequenas Empresas” as sociedades com receita bruta anual entre um milhão e dezesseis milhões, seguidos os mesmos critérios de apuração.

O patrimônio comprometido estimado do fundo é de cem milhões de reais, sendo a participação da BNDESPAR no capital subscrito da primeira emissão de quotas da ordem de quarenta milhões, correspondente a 67% (sessenta e sete por cento) do patrimônio comprometido do primeiro fechamento, cujo valor mínimo de alcance é de sessenta milhões. O prazo de duração previsto para o fundo é de dez anos, passível de prorrogação, sendo os cinco primeiros anos para investimentos e os demais para desinvestimentos.

²⁸⁵Lei que instituiu a Superintendência do Desenvolvimento do Nordeste – SUDENE, estabelecendo sua composição, natureza jurídica, objetivos, áreas de atuação e instrumentos de ação. A área de atuação da SUDENE abrange além de Estados do nordeste brasileiro, municípios do Estado de Minas Gerais e do Espírito Santo. Cf. art. 2º da Lei Complementar n. 125/2007.

O investimento inicial do fundo por sociedade enquadrada como Empresa Nascente é de no mínimo cem mil, podendo chegar a quinhentos mil. A gestora deverá definir as modulações adotadas para os investimentos, tais como, contratos de opção de compra, dívida conversível em participação societária ou contratos de participação de investidor-anjo. As propostas devem apresentar de forma justificada os modelos considerados apropriados, observada a Instrução n. 578/2016 da CVM.

A sociedade enquadrada como Empresa Nascente deve ser apoiada conjuntamente por uma aceleradora ou por investidor-anjo e entidades relacionadas a tais sujeitos (coinvestidores), os quais devem estimular melhores práticas de gestão e governança. Para as sociedades enquadradas como Pequenas Empresas o limite máximo de investimento em cada uma é de cinco milhões, incluindo eventuais aportes realizados na fase de Empresa Nascente.

Seguindo o cronograma proposto no edital foi concluída a análise das propostas para segunda fase de seleção das gestoras. As três pessoas jurídicas até então classificadas continuam no processo de seleção²⁸⁶.

²⁸⁶Disponível em: <<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/mercado-de-capitais/fundos-de-investimentos/chamadas-publicas-para-selecao-de-fundos/fip-capital-semente-coinvestimento-anjo>>. Acesso em 19 nov. 2018.

5 CONCLUSÃO

A fim de compreender como os FIPs podem ser utilizados como instrumento de incentivo à inovação, cumprindo os ditames da Constituição da República e da Lei n. 10.973/2004, Lei de Inovação, a pesquisa realizada buscou responder se existe categoria específica que, pela regulação aplicável, volta-se para investimentos em sociedades empresárias inovadoras e se há benefícios aos investidores de ordem fiscal, relativos ao Imposto de Renda, além de outros ligados a ações de fomento, via bancos de desenvolvimento e agências de fomento.

A análise da regulação, oriunda da Lei n. 11.478/2007 e das instruções editadas pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, aplicável aos Fundos de Investimento em Participações – FIP permite afirmar que, dentre as cinco categorias existentes, a “Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação – FIP PD&I” é especialmente destinada à realização de investimentos em sociedades empresárias inovadoras. Tal conclusão decorre não somente do uso da expressão “inovação” em sua denominação, mas também do requisito de que esses fundos destinem seus recursos a sociedades cujo objeto social esteja voltado a processos, serviços e produtos inovadores nos setores de energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação e outros considerados prioritários pelo Poder Executivo Federal. Apesar de a categoria FIP PD&I ser especialmente voltada para a inovação, observa-se que as demais categorias de FIP também podem servir a tal propósito, bastando que seja adotada a expressão “inovação” na denominação do FIP como elemento identificador.

Há diferentes modulações jurídicas mediante as quais os FIPs podem investir em sociedades empresárias. As possibilidades são diversas de acordo com a categoria considerada e distinguem-se também em relação aos seus efeitos. Assim, os FIPs podem investir em participação societária, seja para a constituição ou aumento de capital social em sociedade empresária (aquisição primária), ou pela aquisição total ou parcial de ações ou quotas de titularidade de sujeitos que já figuram como sócios da sociedade empresária investida (aquisição secundária). Veja-se que quanto ao investimento em sociedades limitadas, apenas os FIPs das categorias Capital Semente e Multiestratégia estão autorizados a fazê-lo.

Investindo mediante a celebração de contrato de participação típico de investidor anjo, o qual é regulado pela Lei Complementar n. 123/2006, o FIP conta com a vantagem de não correr o risco de ser responsabilizado em caso de desconsideração da personalidade jurídica, por expressa

disposição legal. Nessa condição, o FIP não ocupa posição de sócio ou administrador, mas mediante a celebração de instrumento contratual, passa a ter direito de participar dos lucros da sociedade investida, nas condições pactuadas e de acordo com prazos e limites definidos pela legislação aplicável. O investimento na condição de investidor anjo ocorre em microempresa ou empresa de pequeno porte, nos termos da Lei Complementar n. 123/2006, o que abrange sociedades limitadas, excluídas as sociedades anônimas, como possíveis investidas.

Outra modulação jurídica possível diz respeito ao investimento mediante a aquisição de valores mobiliários ofertados via plataforma eletrônica de *crowdfunding* de investimento regulado pela CVM (Instrução n. 588/2017). Nesse caso, o FIP investe em empresa de pequeno porte, nos termos da regulação, o que inclui sociedades sob a forma limitada ou anônima. A plataforma eletrônica utilizada como meio para a oferta de valores mobiliários é de titularidade de pessoa jurídica autorizada pela CVM, que poderá atuar como simples intermediadora do investimento realizado pelo FIP na sociedade empresária captadora ou como a própria emissora de contrato de investimento coletivo, o qual é espécie de valor mobiliário, conforme dispõe a Lei n. 6.385/1976, lastreado em dívida perante a sociedade empresária captadora.

Adentrando aos aspectos dos benefícios fiscais e de fomento relativamente à utilização dos FIPs, verificou-se que diversamente do que ocorre em outros tipos de fundos, como em fundos Renda Fixa, nos FIPs não há adiantamento semestral de Imposto de Renda, o “come quotas”. Ora, nos FIPs o Imposto de Renda sobre os rendimentos decorrentes da carteira de valores mobiliários somente incidirá no momento do resgate, amortização ou alienação de quotas pelos quotistas, à alíquota de 15%. Dessa forma, os recursos permanecem disponíveis no fundo para operações de reinvestimento durante seu funcionamento. Ademais, para os FIPs PD&I também há benefício pela não incidência do Imposto de Renda no resgate ou amortização de quotas pelos investidores, bem como nos ganhos auferidos na alienação de quotas, quando por pessoas físicas.

Apesar dos benefícios ligados ao FIP PD&I observou-se, a partir de levantamento de dados na plataforma da CVM, que não há FIPs registrados nessa categoria. Quanto às demais categorias, levantou-se que há 23 (vinte e três) FIPs na categoria Capital Semente, 28 (vinte e oito) na categoria Empresas Emergentes, 23 (vinte e três) na categoria Infraestrutura, 749 (setecentos e quarenta e nove) na categoria Multiestratégia, e, ainda, 9 (nove) FIPs que utilizam a expressão inovação em sua denominação.

O levantamento de dados também mostrou que, apesar de possível o investimento de FIPs em sociedades limitadas, inclusive em *Startups* assim constituídas, na prática são priorizadas as sociedades anônimas, até mesmo pelos FIPs das categorias Capital Semente e Multiestratégia.

Do ponto de vista das ações de fomento, observou-se que há benefícios aos FIPs destinados a sociedades inovadoras na medida em podem ter como quotistas bancos de investimentos, agências de fomento e outros sujeitos cujo orçamento é notadamente constituído por recursos de origem pública. Instituições Científicas, Tecnológicas e de Inovação – ICTs públicas, empresas públicas como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES e a Financiadora de Estudos e Projetos – FINEP, por exemplo, podem figurar como investidores de FIPs. De fato, sob o ponto de vista das ações de fomento, a mais notável vantagem conferida aos FIPs consiste exatamente no recebimento de recursos de origem pública, por sujeitos que atuam no sentido de concretizar políticas de incentivo à inovação, inclusive mediante a realização de investimentos considerados de alto risco pelo mercado em razão da incerteza acerca do sucesso dos produtos, processos e serviços inovadores para os quais se voltam as atividades das investidas.

Para chegar às respostas acima, por meio de pesquisa dogmática e análise exegética normativa, foi preciso antes compreender aspectos gerais da regulação, constituição, funcionamento e natureza jurídica dos fundos de investimento. Observou-se que, apesar de definidos como condomínio pela regulação, os fundos encontram regime jurídico próprio de Direito Empresarial, sobretudo considerando que suas quotas são valores mobiliários. Viu-se que em razão do aporte de recursos financeiros pelos quotistas forma-se um patrimônio destacado, especialmente destinado a operações no mercado de valores mobiliários, daí decorrendo o aspecto objetivo do fundo. Viu-se que o fundo passa a atuar como sujeito de direitos e deveres, como quando contrata prestadores de serviços e figura como sócio em sociedades empresárias, exercendo os direitos decorrentes dessa condição, ressaltando-se, assim, seu aspecto subjetivo, ainda que desprovido de personalidade jurídica.

Destacou-se que os fundos, de forma geral, funcionando como instrumento de investimento coletivo, oferecem a vantagem da gestão profissional de recursos, seja pela ação direta da administradora ou pela contratação, em nome do fundo, de gestor, possibilitando, ainda, a diversificação da carteira de valores mobiliários e montante de recursos que em muitos casos seriam difíceis de alcançar por investidores cada qual agindo individualmente.

Finalmente, como pontos de partida para pesquisas futuras, destacam-se questões secundárias levantadas ao longo deste trabalho, que podem orientar análises mais profundas. Assim, seria relevante compreender: como se dá na prática o investimento realizado por fundos em sociedades anônimas via plataforma eletrônica; qual a natureza jurídica, modo de constituição e funcionamento de instrumentos análogos aos fundos em outros países, além de Estados Unidos e Inglaterra; quais as regras tributárias relativas ao Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários – IOF em operações envolvendo a alienação de quotas de fundo; quais as diferenças no tratamento tributário para investidores residentes e não residentes em quotas de FIP; quais negócios jurídicos podem garantir efetiva influência dos FIPs nas sociedades por eles investidas; quais os liames do poder de decisão da administradora e do quotista em fundos exclusivos; a (in)constitucionalidade da disposição contida na Lei Complementar n. 123/2006 que atribuí ao Ministério da Fazenda a tarefa de regular a incidência do Imposto de Renda sobre rendimentos auferidos por investidores anjo e a aplicação do artigo 1.031 do Código Civil no resgate do investimento realizado pelo investidor anjo ao término do contrato de participação.

REFERÊNCIAS

ALONSO, Félix Ruiz. Os fundos de investimento. Condomínios mobiliários. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo*, p. 223-271, 1971.

AMARAL, Francisco. *Direito Civil. Introdução*. 5 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

ANBIMA. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. *Estatísticas sobre a indústria de fundos. Consolidado*. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm>. Acesso em: 11 dez. 2018.

ALVARES, Jefferson Siqueira de Brito. O conceito brasileiro de valores mobiliários em comparação com o conceito norte-americano de securities. Resenha legal. *The British Chamber of Commerce and Industry in Brazil*. São Paulo Branch. Comitê de assuntos legais e fiscais. Ano 7, n. 2, mar./abr., 2004. Disponível em: <https://works.bepress.com/jefferson_alvares/7/> Acesso em: 19 nov. 2018.

ALVES NETO, José. Princípios orçamentários: *uma análise no contexto das constituições e de leis orçamentárias federais*. Monografia. Pós-Graduação da Universidade de Brasília. 2006. 58 p. Disponível em: <<https://portal.tcu.gov.br/biblioteca-digital>>. Acesso em: 19 nov. 2018.

ASCARELLI, *Studi di Diritto Comparato e in Tema de Interpretazione*. Milão, 1952.

BARRETO FILHO, Oscar. *Regime Jurídico das Sociedades de Investimentos ("Investment Trusts")*. São Paulo: Max Limonad, 1956.

BERNARDINO, Diogo. Fundos de Venture Capital e Private Equity: breve análise sobre sua evolução, características e importância. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais (RDB)*. v. 16, n. 61, jul./set., 2013, p. 45-77.

BEVILÁQUA, Clóvis. *Teoria geral do direito civil*. 7. ed. Rio de Janeiro: Editora Paulo de Azevedo, 1955.

BIAGINI, Fábio Luiz. SILVA, Filipe Borsato da. Capital de risco e o desenvolvimento de empresas de base tecnológica no Brasil – a experiência dos fundos Criatec e perspectivas. *BNDES Setorial*. n. 42, p. 101-130, 2015. Disponível em: <<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/9619>>. Acesso em: 05 jan. 2019.

CAMARGO, André Antunes Soares. *Transações entre partes relacionadas: um desafio regulatório complexo e multidisciplinar*. 2012. 256 f. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade de São Paulo. São Paulo, 2012.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. 2012. 194 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2012.

CARVALHO, Tomás Lima de. *Fundo de Investimento Imobiliário. Análise jurídica e econômica*. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2014.

CARVALHO, Fernanda Marinho Antunes. NEVES, Rubia Carneiro. *Fintech de mútuo e factoring: diferenças à luz da regulação do Banco Central do Brasil e o acesso a crédito para a inovação*. In: Congresso de Ciência, Tecnologia e Inovação: políticas e Leis, 2018, Belo Horizonte. Anais do I Congresso de Ciência, Tecnologia e Inovação: políticas e Leis. Belo Horizonte: Observatório da Lei, 2018. v. 1, p. 1-8. Disponível em: <<http://https://even3.blob.core.windows.net/anais/131537.pdf>>. Acesso em: 05 fev. 2019.

CASTRO, Marina Grimaldi de. *A tipicidade do contrato de previdência complementar aberta e o regime jurídico conferido ao patrimônio formado com base nas contribuições realizadas pelos participantes*. 2017. 474 f. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2017.

CEOLIN, Ana Caroline Santos. *O patrimônio sob a ótica do direito privado*. 2003, 172 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal de Minas Gerais, 2003.

CHAVES, Antônio. *Tratado de direito civil. Responsabilidade civil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985. vol.3.

COMPARATO, Fábio Konder. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

CORDER, Solange; SALLES FILHO, Sergio. Aspectos Conceituais do Financiamento à Inovação. *Revista Brasileira de Inovação*, v. 5. n.1, p. 33-76, jan./jun., 2006.

CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão; PIMENTA, Vinícius Rodrigues. Fundo de investimento. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (Coord.) *Sociedades anônimas e mercado de capitais: homenagem ao prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 653-678.

CVM. Fundos de Investimento. *Caderno*. n. 3. 3ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2016, 56p.

DANTAS, Thomas Kefas de Souza; SILVA, Lucas do Monte. Incentivos públicos à inovação: análises, críticas e proposições. *Revista Geintec*. São Cristóvão, Sergipe, v. 3, n. 3, 2013, p. 221-234.

DINIZ, Rodrigo de Madureira Pará. *Fundos de Investimento no Direito Brasileiro. Aspectos tributários e questões controversas em matéria fiscal*. 2ª ed. São Paulo: Almedina, 2016.

DINIZ, Davi Monteiro; NEVES, Rubia Carneiro. Da recente legislação sobre inovação e seus efeitos para as universidades federais. *Revista de Direito, Inovação, Propriedade Intelectual e Concorrência*. Curitiba, v. 2, n. 2, p. 01-23, jul./dez., 2016.

DINIZ, Davi Monteiro; NEVES, Rubia Carneiro. Responsabilidade do administrador de sociedade empresarial perante terceiros: *questão necessária ao combate à corrupção na administração*

pública. In CORREIA JÚNIOR, José Barros; LIMA, Luiza Rosa Barbosa de; SILVA, Coimbra Paulo (Coord.) *Direito Empresarial*. Florianópolis: Conpedi, 2014, p. 230-246

DINIZ, Davi Monteiro; NEVES, Rubia Carneiro. Classificação da pessoa jurídica societária como empresarial ou simples em face de seu objeto: *a difícil relação entre o exercício de atividade profissional intelectual e a prestação de serviços*. In: SIMÃO FILHO, Adalberto; GABRICH, Frederico de Andrade (Coord.). *Direito Empresarial*. Florianópolis: Conpedi, 2017, p. 118-137.

EIZIRIK, Nelson. A oferta pública de distribuição de valores mobiliários. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; CASTRO, Moema A. S.; FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário T. M. (Org.). *Sociedades anônimas e mercado de capitais no Brasil: homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. SEC. Securities and Exchange Commission. Investment Company Act of 1940, Approved January 3, 1934, p. 24-25.

FARIA, Livia Ribeiro Borges de; RIECHE, Fernando Ceschin. O corporate venturing como alternativa de apoio à inovação – motivações e benefícios. *Revista do BNDES*, n. 41, p. 379-414, jun., 2014. Biblioteca Digital do BNDES. Disponível em: <www.bndes.gov.br/bibliotecadigital>. Acesso em: 05 jan. 2019.

FÉRES, Marcelo Andrade. *Tratado de Direito Comercial*. Tipos societários, sociedade limitada e sociedade anônima. Fábio Ulhoa Coelho (coord). v. 2. São Paulo: Saraiva, 2015.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. A natureza jurídica dos Fundos de Investimento. Conflito de interesses apurado pela própria Assembleia de Quotistas. *Quórum qualificado para destituição de administrador de Fundo*. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 185-215.

FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de Investimento no Direito brasileiro*. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2001.

GOMES, Orlando. *Introdução ao Direito Civil*. 20. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito Civil Brasileiro*. v. 1. Parte Geral. 10. ed. São Paulo: Saraiva, 2012a.

GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito civil brasileiro*. v. 4. Responsabilidade civil. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2012b.

GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito Civil Brasileiro*. v. 5. Direito das coisas. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2012c.

HILT, Eric; O'BANION, Katharine E. The Limited Partnership in New York, 1822-1853: Partnerships without kinship. *NBER Working Paper*. n. 14412. 2008. Disponível em: <ssrn.com/abstract=1288411> Acesso em: 12 jan. 2019

HUDSON, Matthew. *Funds. Private Equity, hedge and all core structures*. West Sussex: Wiley, 2014.

IAMICELI, Paola. *Unità e separazione dei patrimoni*. Padova: CEDAM, 2003.

KRUGLIANSKAS, Isak; PEREIRA, José Matias. Gestão de Inovação. A lei de inovação tecnológica como ferramenta de apoio às políticas industrial e tecnológica do Brasil. *ERA – Eletrônica. Revista online da FGV – EASP*. v. 4, n. 2, artigo n. 18, jul./dez., 2005. Disponível em: <<http://repositorio.unb.br/handle/10482/917>>. Acesso em: 12 jan. 2019.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. (coord). *Direito das companhias*. 2 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

MARCONDES, Sylvio. *Problemas de Direito Mercantil*. São Paulo: Max Limonad, 1970.

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

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Tratado de direito comercial*. v. 3. Sociedade anônima. Fábio Ulhoa Coelho (coord). São Paulo: Saraiva, 2015.

MELO, Luiz Martins de. O financiamento das empresas inovadoras: alternativas para discussão. *Economia & Tecnologia*. Ano 6. v. 20, jan./mar., 2010. Disponível em: <<http://revistas.ufpr.br/ret/article/view/27029>>. Acesso em: 05 jan. 2019.

MORAIS, José Mauro de. *Uma avaliação de programas de apoio financeiro à inovação tecnológica com base nos fundos setoriais e na lei de inovação*, p. 67-105, 2007. Disponível em: <www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/capitulo02.pdf>. Acesso em: 12 jan. 2019

MORONE, José Oswaldo Fernandes Caldas. *A indústria de fundos de investimento: o poder regulamentar como garantia ao investidor e a responsabilidade civil do administrador de fundos*. 2007. 947 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2007.

NEVES, Rubia Carneiro. REIS, Maria Luísa Estanislau. As “fintechs de mútuo” são instituições financeiras? *Revista de Direito Empresarial*. Belo Horizonte, ano 15-n.1, p. 127-149, jan/abr. 2018.

OURIQUE, Bruno de Melo. *Estudo sobre os Fundos de Investimento em Participações no âmbito da Instrução CVM 578/2016*. 68 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Especialização em LLM – Mercado Financeiro e de Capitais) Insper Instituto de Ensino e Pesquisa. São Paulo, 2017. Disponível em: <<http://dspace.insper.edu.br/xmlui/handle/11224/1664>>. Acesso em: 05 jan. 2019.

PAVIA, Eduardo Cherez. Fundos de Investimento. *Estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil. Contratos*. v. 3. 20 ed. Forense: 2016a.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil. Direitos Reais*. v. 4. 24 ed. Forense: 2016b.

PORTUGAL NETO, Raul Fernando. *Inclusão da Micro, pequena e média empresa no mercado brasileiro de valores mobiliários*. 2005. Monografia de pós-graduação no Curso Regulação do Mercado de Capitais. Instituto de Economia da UFRJ. 90 p.

PIMENTA, Vinícius Rodrigues. *Fundos de Investimento: um estudo à luz da instrução CVM n. 409 de 18 de agosto de 2004*. 2006. 96 f. Dissertação (Mestrado em direito) – Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2006.

RAGIL, Rodrigo Rocha Feres. *A regulação das formas de captação coletiva de recursos pela internet mediante emissão de valor mobiliário*. 2017. 196 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2017.

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 cotista*. 2016. 130 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2016.

ROUWENHORST, K. Geert. The origins of Mutual Funds. *Yale ICF Working Paper*. n. 04-48, 2004. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636146> Acesso em: 05 jan. 2019.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *O Trust e o direito brasileiro*. São Paulo: LTr, 1996

SZTAJN, Rachel. Quotas de fundos imobiliários: novo valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 93, p. 104-108, jan./mar., 1994.

TERPINS, Nicole Mattar Haddad. *A natureza jurídica dos fundos de investimento imobiliário*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo. São Paulo, 2013.

TROVO, Beatriz Villas Boas Pimentel. *Captação de recursos por empresas em recuperação judicial e fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC)*. Dissertação (Mestrado em Direito). Universidade de São Paulo. São Paulo, 2013. Disponível em: <www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-22082014-095725/en.php> Acesso em: 05 jan. 2019.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. A CVM e os contratos de investimento coletivo: boi gordo e outros. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. v. 36, n. 108, p. 91-100, São Paulo, 1997.

WALD, Arnoldo. *Da natureza jurídica do fundo imobiliário*. Revista Forense, n. 309. Rio de Janeiro: Forense, 1990.

LEGISLAÇÃO

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. *Portal da Legislação*. Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao.htm> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Lei n. 3.470, de 28 de novembro de 1958. Altera a legislação do Imposto de Renda e dá outras providências. *Portal da Legislação*. Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Lei n. 4.591, de 16 de dezembro de 1964. Dispõe sobre o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias. *Portal da Legislação*. Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4591.htm> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. *Portal da Legislação*. Disponível em: <www.planalto.gov.br> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Portal da Legislação*. Disponível em: <www.planalto.gov.br> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Portal da Legislação*. Disponível em: <www.planalto.gov.br> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Lei n. 8.668, de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. *Portal da Legislação*. Disponível em: <www.planalto.gov.br> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Lei n. 9.491, de 09 de setembro de 1997. Altera procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização, revoga a Lei n. 8.031, de 12 de abril de 1990, e dá outras providências. *Portal da Legislação*. Disponível em: <www.planalto.gov.br> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. *Portal da Legislação*. Disponível em: <www.planalto.gov.br> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Lei n. 10.973, de 2 de dezembro de 2004. Dispõe sobre incentivos à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo e dá outras providências. *Portal da Legislação*. Disponível em: <www.planalto.gov.br> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Lei n. 11.033, de 21 de dezembro de 2004. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais; institui o Regime Tributário para Incentivo à Modernização e à Ampliação da Estrutura Portuária – REPORTO; altera as Leis nos 10.865, de 30 de abril de 2004, 8.850, de 28 de janeiro de 1994, 8.383, de 30 de dezembro de 1991, 10.522, de 19 de julho de 2002, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, e 10.925, de 23 de julho de 2004; e dá outras providências. *Portal da Legislação*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Lei Complementar n. 123, de 14 de dezembro de 2006. Institui o Estatuto Nacional da Microempresa e Empresa de Pequeno Porte. *Portal da Legislação*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Lei n. 11.312, de 27 de junho de 2006. Reduz a zero as alíquotas do imposto de renda e da Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira – CPMF nos casos que especifica; altera a Lei n. 9.311, de 24 de outubro de 1996; e dá outras providências. *Portal da Legislação*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Lei n. 11.478, de 29 de maio de 2007. Institui o Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) e o Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I) e dá outras providências. *Portal da Legislação*. Disponível em: <www.planalto.gov.br> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica. *Portal da Legislação*. Disponível em: <www.planalto.gov.br> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Lei n. 13.243, de 11 de janeiro de 2016. Dispõe sobre estímulos ao desenvolvimento científico, à pesquisa, à capacitação científica e tecnológica e à inovação e altera a Lei n. 10.973, de 2 de dezembro de 2004 e outras, nos termos da Emenda Constitucional n. 85, de 26 de fevereiro de 2015. *Portal da Legislação*. Disponível em: <www.planalto.gov.br> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Decreto-Lei n. 7.583, de 25 de maio de 1945. Dispõe sobre sociedades de crédito, financiamento ou investimentos. *Portal da Legislação*. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1940-1949/decreto-lei-7583-25-maio-1945-417384-publicacaooriginal-1-pe.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Decreto-Lei n. 9.603, de 16 de agosto de 1946. Dispõe sobre as sociedades de crédito, financiamento ou investimento, dá outras providências. *Portal da Legislação*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1937-1946/Del9603.htm> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Decreto-Lei n. 157, de 10 de fevereiro de 1967. Concede estímulos fiscais à capitalização das empresas; reforça os incentivos à compra de ações; facilita o pagamento de débitos fiscais. *Portal da Legislação*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/Del0157.htm> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Decreto-Lei n. 1.376, de 12 de dezembro de 1974. Dispõe sobre a criação de Fundos de Investimento, altera a Legislação do Imposto sobre a Renda relativa a incentivos fiscais e dá outras providências. *Portal da Legislação*. Disponível em: <www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/Decreto-Lei/Del1376.htm> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Decreto n. 7.603, de 09 de novembro de 2011. Regulamenta as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de

produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, para efeito do art. 2º da Lei n. 12.431, de 24 de julho de 2011, e dá outras providências. *Portal da Legislação*. Disponível em: <www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/2011/decreto-7603-9-novembro-2011-611750-publicacaooriginal-134196-pe.html> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Decreto n. 8.874, de 11 de outubro de 2016. Regulamenta as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, para efeito do disposto no art. 2º da Lei n. 12.431, de 24 de junho de 2011, e revoga o Decreto n. 7.603, de 9 de novembro de 2011. *Portal da Legislação*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Decreto n. 9.283, de 07 de fevereiro de 2018. Regulamenta a Lei n. 10.973, de 02 de dezembro de 2004 e outras, para estabelecer medidas de incentivo à inovação e à pesquisa científica e tecnológica no ambiente produtivo, com vistas à capacitação tecnológica, ao alcance da autonomia tecnológica e ao desenvolvimento do sistema produtivo nacional e regional. *Portal da Legislação*. Disponível em: <www.planalto.gov.br> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Decreto n. 9.580, de 22 de novembro de 2018. Regulamenta a tributação, a fiscalização, a arrecadação e a administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza. *Portal da Legislação*. Disponível em: <www.planalto.gov.br> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei n. 6.322, de 11 de setembro de 2013. Dispõe sobre a emissão de debêntures. *Diário da Câmara dos Deputados*. Brasília. Disponível em: <<http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=591633>> Acesso em: 05 jan. 2019.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL (CMN). Resolução n. 103, de 10 de dezembro de 1968. Disponível em: <www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1968/pdf/res_0103> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Resolução n. 145, de 14 de abril de 1970. Disponível em: <www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/40435/Res_0145> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Resolução n. 131, de 28 de janeiro de 1970. Disponível em: <www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/40451/Res_0131_v1_O.pdf> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Resolução n. 394, de 03 de novembro de 1976. Disponível em: <www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1976> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Resolução n. 1.787, de 1º de fevereiro de 1991. Autoriza a constituição de fundos de aplicação financeira, nos termos da regulamentação a ser baixada pelo Banco Central do Brasil. Disponível em:

<www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/44510/Res_1787> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Resolução n. 2.828, de 30 de março de 2001. Dispõe sobre a constituição e o funcionamento de agências de fomento. Disponível em: <www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res_2828_v4_L.pdf> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Resolução n. 4.373, de 29 de setembro de 2014. Dispõe sobre aplicações de investidor não residente no Brasil nos mercados financeiro e de capitais no País e dá outras providências. Disponível em: <www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/48650/Res_4373_v2_L.pdf> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Banco Central do Brasil (BACEN). Circular n. 1.273, de 29 de dezembro de 1987. Instituiu o Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional. Disponível em: <www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/42321/Circ_1273_v1_O.pdf> Acesso em: 05 jan. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução n. 148, de 03 de julho de 1991. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de investimento em ações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Instrução n. 149, de 03 de julho de 1991. Dispõe sobre os fundos setoriais de investimento em ações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Instrução n. 171, de 23 de janeiro de 1992. Dispõe sobre os Fundos Setoriais de Investimento em Ações do setor de mineração. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Instrução n. 302, de 05 de maio de 1993. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Instrução n. 209, de 25 de março de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento em Empresas Emergentes. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Instrução n. 304, de 05 de maio de 1999. Dispõe sobre fundo de investimento em cotas de fundo de investimento em títulos e valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Instrução n. 356, de 17 de dezembro de 2001. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em

cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Instrução n. 398, de 28 de outubro de 2003. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional – FUNCINE. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Instrução n. 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Instrução n. 409, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Instrução n. 444, de 08 de dezembro de 2006. Dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Instrução n. 472, de 31 de outubro de 2008. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Instrução n. 480, de 07 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Instrução 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. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Instrução n. 560, de 27 de março de 2015. Dispõe sobre o registro, as operações e a divulgação de informações de investidor não residente no País. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Instrução n. 578, de 30 de agosto de 2016. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Instrução n. 579, de 30 de agosto de 2016. Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

_____. Instrução n. 588, de 13 de julho de 2017. Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, e altera dispositivos da Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003, da Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009, da Instrução CVM n. 510, de 5 de dezembro de 2011, e da Instrução CVM n. 541, de 20 de dezembro de 2013. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>> Acesso em: 05 jan. 2019.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL (RFB), Instrução Normativa n. 1.585, de 31 de agosto de 2015. Dispõe sobre o imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos nos mercados financeiro e de capitais. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto=67494&visao=anotado>> Acesso em: 20 nov. 2018.

_____. Instrução Normativa n. 1.863, de 27 de dezembro de 2018. Dispõe sobre o Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ). Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=97729#1954228>> Acesso em: 26 jul. 2018.

_____. Instrução Normativa n. 1719, de 19 de julho de 2017. Dispõe sobre a tributação relacionada às operações de aporte de capital de que trata o art. 61-A da Lei Complementar n. 123 de 14 de dezembro de 2006. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=84618>> Acesso em: 05 jan. 2019.