

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS  
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO**

**A RELAÇÃO ENTRE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÃO E A  
GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS COMPANHIAS ABERTAS INVESTIDAS**

**WESLEY RODRIGUES TORRES**

**Rio de Janeiro**

**2020**

**WESLEY RODRIGUES TORRES**

**A RELAÇÃO ENTRE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÃO E A  
GOVERNANÇA DAS COMPANHIAS ABERTAS INVESTIDAS LISTADA**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Doutor Vinicius Figueiredo Chaves**.

**Rio de Janeiro**

**2020**

## CIP - Catalogação na Publicação

TT693r Torres, Wesley Rodrigues  
A relação entre fundos de investimento em participação e a governança das companhias abertas investidas / Wesley Rodrigues Torres. -- Rio de Janeiro, 2020.  
52 f.

Orientador: Vinicius Figueiredo Chaves. Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2020.

1. Fundo de investimento. 2. *Private equity*. 3. Mercado de capitais. 4. Governança corporativa. 5. FIP. I. Chaves, Vinicius Figueiredo, orient. II. Título.

WESLEY RODRIGUES TORRES

**A RELAÇÃO ENTRE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÃO E A  
GOVERNANÇA DAS COMPANHIAS ABERTAS INVESTIDAS**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Doutor Vinicius Figueiredo Chaves**.

Data da Aprovação: \_\_ / \_\_ / \_\_\_\_.

Banca Examinadora:

---

Professor Dr. Vinicius Figueiredo Chaves  
Universidade Federal do Rio de Janeiro

---

Membro da Banca

---

Membro da Banca

*Dedico esta monografia à minha mãe,  
irmãos, ao meu amor e aos amigos, pois  
foram imprescindíveis para que este sonho  
pudesse se materializar.*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus pela vida que ele me concedeu.

A todos os meus familiares que estiveram ao meu lado e partilham comigo a realização desse sonho, em especial, à minha mãe Maria de Sousa Rodrigues; à minha irmã Gezilaine Rodrigues Torres; ao meu irmão Erasmo Rodrigues Torres; ao meu companheiro Caio Leite Ladessa; e aos meus grandes amigos Antônio Rodrigues, Wallace Ferreira, Gabriel Batista e Vanessa Ferreira.

Ao meu professor orientador Vinicius Figueiredo Chaves, por me ensinar com a mais absoluta dedicação e pela amizade.

Ao corpo docente, técnico, e de trabalhadores terceirizados da Faculdade Nacional de Direito, os quais, pelo incessante trabalho, tornam essa faculdade uma instituição de excelência.

*O sucesso nasce do querer, da determinação e persistência em se chegar a um objetivo. Mesmo não atingindo o alvo, quem busca e vence obstáculos, no mínimo fará coisas admiráveis.*

*José de Alencar*





## RESUMO

Este trabalho tem o objetivo de analisar, através da revisão bibliográfica de literatura e periódicos e dispositivos legais, as relações que se estabelecem entre fundos de investimento em participações (FIP) e a governança corporativa das companhias investidas visando compreender o funcionamento do sistema financeiro nacional, do mercado de valores mobiliários e da indústria de *private equity*, desde o surgimento até as transações no mercado brasileiro. Ademais, o presente trabalho aborda características gerais dos fundos de investimento, os Fundos de Investimento em Participação como instrumento para a viabilidade da indústria de *private equity*, e a relação dessa forma de investimento com a governança das companhias investidas. Após identificar de que forma os mecanismos de regulação estatal e auto regulação disciplinam a relação dos fundos com as companhias, foi possível concluir que aos fundos de investimento em participação que investem em companhias listadas no seguimento especial da bolsa, é facultado exercer participação ativa na tomada de decisões das companhias, podendo, em razão ao alto grau de governança dessas empresas, investir passivamente, sem exercer qualquer atividade de gestão. Além disso, foi possível verificar que os fundos que expressam o interesse de participar dos processos decisórios podem utilizar de instrumentos como o acordo de acionistas e a participação no conselho de administração, devendo negociar os termos com a companhia investida antes da aquisição da participação.

**Palavras-chave:** Fundo de investimento; FIP; Fundos de investimento; *Private equity*; Mercado de capitais; Governança corporativa.

## ABSTRACT

This work aims to analyze, through bibliographic review of literature and periodicals and legal provisions, the relations established between investment funds in participations (FIP) and the corporate governance of invested companies in order to understand the functioning of the national financial system, the securities market and the private equity industry, from the beginning to transactions in the Brazilian market. In addition, the present work addresses general characteristics of investment funds, Participation Investment Funds as an instrument for the viability of the private equity industry, and the relationship of this form of investment with the governance of investee companies. After identifying how the mechanisms of state regulation and self-regulation discipline the relationship of funds with companies, it was possible to conclude that participation investment funds that invest in companies listed in the special segment of the stock exchange, are allowed to exercise active participation in taking companies' decisions, being able, due to the high degree of governance of these companies, to passively invest, without exercising any management activity. In addition, it was possible to verify that funds that express an interest in participating in decision-making processes can use instruments such as the shareholders' agreement and participation in the board of directors, and must negotiate the terms with the investee company before the acquisition of the participation.

**Keywords:** Investment fund; FIP; Investment funds; Private equity; Capital market; Corporate governance.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABDI	Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial
ABVCAP	Associação Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>
ADR	<i>American Depositary Receipt</i>
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ARD	<i>American Development Corporation</i>
BCB	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNPC	Conselho Nacional de Previdência Complementar
CNSP	Conselho Nacional de Seguros Privados
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EUA	Estados Unidos da América
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FIEE	Fundos de Investimento em Empresas Emergentes
FIP	Fundos de Investimento em Participação
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PREVIC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
SBIC	<i>Small Business Investment Company</i>
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	12
CAPÍTULO 1 – O MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS NO BRASIL, ESTRUTURA E REGULAÇÃO .....	15
1.1 O sistema financeiro brasileiro .....	15
1.2 O mercado de capitais brasileiro .....	16
1.2.1 Conceito de valores mobiliários .....	20
1.3 Regulação estatal e autorregulação pelo mercado: a Comissão de Valores Mobiliários e o incentivo à boas práticas de negócio pelos agentes privados .....	22
CAPÍTULO 2 – FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES.....	28
2.1 Fundos de investimento: características gerais e natureza jurídica .....	28
2.2 Fundos de Investimento em Participação e a indústria de Private Equity .....	33
2.3 Arcabouço regulatório .....	37
CAPÍTULO 3 – FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÃO E GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	41
3.1 Considerações acerca da governança corporativa .....	41
3.2 Teorias relacionadas à governança corporativa.....	44
3.2.1 Teoria da agência.....	44
3.2.2 Teoria dos Stakeholders.....	46
3.2.3 Teoria da firma e dos custos de transação .....	48
3.2.4 O private equity e a teoria a Agência .....	49
3.3 Fundos de Investimento em participações e requisitos mínimos de governança corporativa das companhias investidas.....	51
CAPÍTULO 4 – FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÃO E OS MODELOS DE GESTÃO ATIVO E PASSIVO DO INVESTIMENTO EM COMPANHIAS ABERTAS.....	57
4.1 Fundos de investimento em participação e a faculdade de exercer ou não efetiva influência na gestão das companhias listadas na bolsa.....	57
4.2 Considerações acerca do acordo de acionistas e da participação no conselho de administração como forma de gestão ativa dos FIPs.....	62
CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	67
REFERÊNCIAS .....	71

## INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como tema um estudo sobre os fundos de investimento em participação (FIP) enquanto instrumentos utilizados para viabilizar as operações de *private equity* no Brasil, com o objetivo geral de compreender mais especificamente o possível impacto que pode ocorrer na governança corporativa das companhias investidas após a aquisição da participação societária pelos fundos, quando há, ou não, interesse dos fundos investidores em participar efetivamente da gestão dessas companhias.

A pesquisa se limitará a analisar práticas de governança indicadas pelos fundos de investimento em participação visando identificar estratégias de inserção dos fundos na estrutura de governança das companhias, sem pretender adentrar em qualquer aspecto filosófico ou político que o tema pode ensejar.

A pesquisa se justifica em razão da pouca quantidade de estudos publicados sobre esse tema e pelo fato de a indústria de *private equity* ser um fator extremamente relevante no cenário econômico nacional. Os Fundos de Investimento em Participação Societária ou *private equity*, são “investimentos em ações, debêntures, bônus de subscrição de empresas ou títulos representativos de dívida conversíveis em participações acionárias de empresas fechadas e/ou abertas, com tempo determinado de duração”.<sup>1</sup> Uma pesquisa realizada entre a KPMG e a Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*, a qual, analisou a indústria investimento de capital privado no Brasil entre os anos de 2011 e 2018, identificou que foram aportados pelos investidores (capital comprometido) a importância de R\$ 170,3 bilhões de reais para operações desse tipo, sendo que R\$ 153,7 bilhões representa o montante aportado apenas em operações de *private equity*, em uma crescente em relação aos anos anteriores.<sup>2</sup>

No mesmo contexto, o país vive um momento após a operação lava-jato e operação *greenfield*<sup>3</sup>, a qual investigou investimentos suspeitos por meio de FIPs realizados por empresas

---

<sup>1</sup> LAVINAS, Lena; GENTIL, Denise L. BRASIL ANOS 2000: A política social sob regência da financeirização. **Novos estudos CEBRAP**, São Paulo, v. 37, n. 2, p. 191-211, ago. 2018. p. 191.

<sup>2</sup> KPMG. **Consolidação de dados 2019**. Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil. Disponível em: <<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2019/07/br-consolida%C3%A7%C3%A3o-dados-pevc-2019.PDF>>. Acesso em: 25 jul. 2020.

<sup>3</sup> DEL CARO, Luciana. *Private equity* na busca de novas práticas após Greenfield. **Revista Capital Aberto**. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/temas/captacao-de-recursos/private-equity-praticas-greenfield/>>. Acesso em: 03 nov. 2019.

estatais e que, entre diversas outras consequências, levou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a multar operações em pelo menos R\$120 milhões<sup>4</sup>, sem prejuízo a sanções cíveis e criminais cabíveis. Nesse sentido, tanto a expectativa de retorno do investimento quanto a necessidade de diligência na condução dos negócios são alguns dos fatores que possivelmente norteiam as decisões e as conduções dos investimentos pelos fundos investidores. É nessa seara que a pesquisa pretende entrar, abordando as possíveis práticas de interferência que os fundos podem ou não adotar nas estruturas de governança e gestão das empresas investidas para maximizar o retorno dos investimentos.

Dessa forma, por meio de revisão bibliográfica, a pesquisa pretende ao final responder quais são os métodos utilizados pelos fundos para participar da gestão ao adentrarem nas companhias? Por qual razão fundos de investimentos adquirem participação societária sem interferir diretamente na gestão das companhias? Existe semelhança entre as formas adotadas pelos fundos para participar das decisões das companhias investidas?

Para tanto, no capítulo 1, foi feito um estudo sobre o Sistema Financeiro Nacional (SFN), os seguimentos em que ele se subdivide, as instituições que o compõe, e de que forma ele se estrutura. Foi possível verificar que o SFN é composto pelos mercados de moeda, crédito, capitais e câmbio; seguros privados e previdência fechada, assim como que a estrutura do SFN se divide entre órgãos normativos, supervisores e operadores. O capítulo 1 também se ocupou de analisar o mercado de valores mobiliários como uma das subdivisões do SFN, assim como a evolução normativa e a estrutura de regulação do mercado exercida tanto pelo Estado quanto pelos agentes do mercado com o objetivo de fomentar boas práticas de atuação pelos atores que compõem a indústria, e para a manutenção de um bom ambiente de negócios.

O capítulo 2 inicialmente buscou analisar as características gerais dos fundos de investimento, identificando os agentes do mercado que compõe a estrutura dos fundos, e sua natureza jurídica. Foi possível notar que a doutrina é dividida em relação à natureza jurídica dos fundos de investimento, sendo que parte entende que os fundos são de natureza condominial, e parte entende que são de natureza societária. A lei da liberdade econômica pois

---

<sup>4</sup> PACHECO, João Marcelo; MANAKI, Cauê Rezende; LAHUD, Ana Luiza. CVM multa operação fraudulenta envolvendo fundo do Postalis em pelo menos 120 milhões de reais. **Revista Capital Aberto**. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/canais/pinheiro-neto/cvm-multa-operacao-fraudulenta-envolvendo-fundo-do-postalis-em-pelo-menos-120-milhoes-de-reais/>>. Acesso em: 03 nov. 2019.

fim à discussão do ponto de vista da escolha da lei aplicável, vetando que seja aplicado aos fundos de investimento disposições relacionadas aos condomínios civis. Também buscou-se analisar características específicas dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs), e a relação com a indústria de *private equity*, conceituando e abordando essa indústria no Brasil, e explorando o arcabouço regulatório.

No capítulo 3 foram abordadas algumas teorias sobre governança corporativa, assim como a origem e posterior importação do instituto para o Brasil. Foi possível verificar que a teoria da agência tem sido a mais aplicada na relação dos fundos com as empresas investidas. Além disso, o trabalho identificou a existência de requisitos legais mínimos necessários para que uma companhia seja apta a receber o tipo de investimento dos FIPs, assim como investir nos seguimentos especiais da bolsa com elevado padrão de práticas de governança corporativa.

Por fim, o último capítulo buscou identificar os modelos de práticas ativas e passivas dos fundos em relação à participação ou abstenção nos atos de gestão das companhias, assim como buscou-se analisar a racionalidade possível por trás das decisões de exercer a gestão passiva com base na teoria dos custos de transação, e os mecanismos utilizados para o pleno exercício da gestão ativa.

## CAPÍTULO 1 – O MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS NO BRASIL, ESTRUTURA E REGULAÇÃO

### 1.1 O sistema financeiro brasileiro

O sistema financeiro pode ser subdividido em três ramos principais sendo eles o ramo de moeda, crédito, capitais e câmbio; o de seguros privados;<sup>5</sup> e o de previdência fechada.<sup>6-7</sup>

O principal dos ramos mencionados é o de moeda, crédito, capitais e câmbio, e pode ser definido como “o conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores de recursos na economia”,<sup>8</sup> o qual é composto por quatro seguimentos: mercados de crédito, monetário, de câmbio e o de capitais.

A estrutura do sistema financeiro nacional pode ser observada com base na Lei nº 4.595/1964,<sup>9</sup> que dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, assim como sobre a criação do Conselho Monetário Nacional, e dispõe sobre a estrutura do sistema financeiro nacional da seguinte maneira:

Art. 1º O sistema Financeiro Nacional, estruturado e regulado pela presente Lei, será constituído:

I - do Conselho Monetário Nacional;

~~II - do Banco Central da República do Brasil;~~

II - do Banco Central do Brasil; (Redação dada pelo Del nº 278, de 28/02/67)

III - do Banco do Brasil S. A.;

IV - do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico;

V - das demais instituições financeiras públicas e privadas.

O rol de instituições elencadas acima é apenas exemplificativo pois outras instituições criadas após a edição da Lei nº 4.595/1964 também compõem o sistema financeiro nacional. O

<sup>5</sup> Ramo do SFN para quem busca seguros privados, contratos de capitalização e previdência complementar aberta.

<sup>6</sup> Apropriado para funcionários de empresas e organizações. O ramo dos fundos de pensão trata de planos de aposentadoria, poupança ou pensão para funcionários de empresas, servidores públicos e integrantes de associações ou entidades de classe

<sup>7</sup> BRASIL. Banco Central do Brasil. **Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/acesoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2Fcomposicao%2Fcomposicao.asp>>. Acesso em: 6 nov. 2020.

<sup>8</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. p. 30.

<sup>9</sup> BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 31 dez. 1964.



Banco Central do Brasil subdivide o sistema financeiro nacional em órgãos normativos; supervisores e operadores.

Os órgãos normativos são incumbidos de determinar regras gerais para o bom funcionamento do Sistema Financeiro Nacional, são eles o Conselho Monetário Nacional (CMN), o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP), e o Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPB).<sup>10</sup>

Os órgãos supervisores, compostos pelo Banco Central do Brasil (BCB), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), se empenham para que os cidadãos e os operadores do Mercado Financeiro sigam as regras definidas pelos órgãos normativos, assim como editam normas específicas em suas áreas de atuação.

Os operadores são as instituições que atuam como intermediadores financeiros, sendo bancos, administradoras de consórcios, bolsa de valores, seguradoras e resseguradoras e fundos de pensão.

O presente trabalho tem seu estudo localizado na subárea do mercado de capitais, o qual, de acordo com o Banco Central do Brasil pode ser compreendido como o mercado que permite às empresas em geral captar recursos de terceiros e, portanto, compartilhar os ganhos e os riscos.<sup>11</sup>

## 1.2 O mercado de capitais brasileiro

Para os professores André Pitta e Valdir Pereira Filho,<sup>12</sup> o mercado financeiro em sentido estrito (de moeda crédito e câmbio) – bancário - poderia ser traduzido, em suma, como aquele em que há intermediação das operações financeiras de transferência e alocação dos recursos

---

<sup>10</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em:

<<https://www.bcb.gov.br/acesoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2Fcomposicao%2Fcomposicao.asp>>. Acesso em: 6 nov. 2020.

<sup>11</sup> Ibid.

<sup>12</sup> PITTA, André; PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. Sistema Financeiro Nacional. *In*: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. p. 34.

entre poupadores e tomadores.<sup>13</sup> No mercado de capitais não há a necessária intermediação de uma instituição financeira, mas o investimento do detentor de recursos na formação do capital social da companhia investida.

As instituições financeiras não são partes das operações no âmbito do mercado de capitais. Elas participam de modo acessório, promovendo este encontro direto entre poupadores e tomadores, e não captando e emprestando recursos em nome próprio, como ocorre nas operações de intermediação financeira. O que caracteriza a desintermediação financeira no mercado de capitais não é a ausência de instituições financeiras ou outras instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, mas, sim, o papel que desempenham. No mercado de capitais, ou no de valores mobiliários, estas instituições não captam recursos de terceiros para repassar tais recursos, ou seja, não executam intermediação financeira. Entretanto, por questões regulatórias e operacionais, é essencial e obrigatório a existência e intervenção de instituições financeiras para que as operações no mercado de capitais se realizem, mas, repita-se, sem que façam intermediação financeira.<sup>14</sup>

Quando uma companhia necessita de recursos financeiros para custear seu funcionamento ou seus projetos, ela pode, entre outras alternativas, utilizar recursos próprios como, por exemplo, ganhos acumulados que poderiam ser repassados aos sócios ou acionistas em forma de lucro; obter empréstimos de linhas créditos de bancos privados ou governamentais; ou utilizar o mercado de capitais e emitir títulos ao investidores. O mercado de capitais se apresenta como um seguimento do mercado financeiro em que as companhias podem captar recursos diretamente dos investidores e financiar os seus projetos sem a necessidade de obter empréstimos bancários, dividindo com os investidores os ganhos e os riscos da atividade.

Do ponto de vista dos investidores, o mercado de capitais surge como alternativa às aplicações tradicionais em produtos oferecidos pelos bancos ou pelo governo. É nesse mercado que os poupadores têm a oportunidade de participar de empreendimentos que consideram interessantes, desde que dispostos a assumir os riscos daí decorrentes. Espera-se, em especial nos títulos patrimoniais, uma rentabilidade superior aos investimentos tradicionais, embora com risco também superior. Isso porque, diferente do mercado de crédito, em que o risco das operações é centralizado nos bancos, no mercado de capitais o risco da operação em que os recursos são aplicados é assumido pelos próprios investidores.<sup>15</sup>

O mercado de capitais do Brasil começou a ganhar relevância a partir dos 60, pois, antes disso, além dos brasileiros em geral preferiam alocar seus investimentos em imóveis, a inflação

---

<sup>13</sup> A vantagem obtida pelas instituições financeiras para a intermediação das operações é chamada de *spread*, sendo a diferença entre o valor das operações ativas e o valor a ser pago pelos tomadores de recursos das operações passivas as quais geralmente têm o acréscimo de juros.

<sup>14</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. p. 36.

<sup>15</sup> *Ibid.*

crecente somada à lei da usura que limitava a taxa máxima de juros a 12% ao ano, limitavam o desenvolvimento de um mercado de capitais.

O Brasil, durante muitos anos, tem sido um país com pouca indústria, predominantemente agrário, e, em grande escala, dependente de sua produtividade em um ou outro produto agrícola. Mesmo hoje em dia, ainda que sua indústria expanda rapidamente, deve ainda ser considerado uma nação que depende de sua capacidade em plantar e exportar café. O padrão geral de vida ainda não é suficientemente alto para poder gerar uma demanda satisfatória de comércio em títulos em larga escala. A inflação continuamente reduz o poder aquisitivo da população; e os investimentos pesados em imóveis, como proteção contra a desvalorização da moeda nacional, continuam não somente na ordem do dia, mas tem alcançado um ritmo quase frenético. (...). Além disso, sentiram os brasileiros, por muitos anos, uma aversão à forma corporativa de comerciar, que não apenas diminuiu a receptividade do público, mas entrou seriamente o aparecimento e o crescimento do mercado de capitais no Brasil.<sup>16</sup>

A partir do ano de 1964, o governo federal implementou reformas econômicas com a edição de diversas leis, dentre elas, a Lei nº 4.537/64,<sup>17</sup> que instituiu a correção monetária, através da criação da Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional (ORTN), da Lei nº 4.595/64,<sup>18</sup> chamada lei da reforma bancária, que reformulou todo o sistema nacional de intermediação financeira e criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central, e da Lei nº 4.728/65,<sup>19</sup> pioneira a disciplinar o Mercado de Capitais no Brasil.<sup>20</sup>

A introdução dessa legislação resultou em diversas modificações no mercado acionário, tais como: a reformulação da legislação sobre bolsa de valores, a transformação dos corretores de fundos públicos em sociedades corretoras, forçando a sua profissionalização, a criação dos Bancos de Investimento, a quem foi atribuída a principal tarefa de desenvolver a indústria de fundos de investimento.<sup>21</sup>

Dentre as modificações trazidas pelas alterações legislativas, houve a criação de uma diretoria no banco central chamada de Diretoria de Mercado de Capitais, a qual era incumbida das funções que atualmente são desempenhadas pela CVM, entre elas a de fiscalizar o mercado

---

<sup>16</sup> ASHTON, Peter Walter. **Companhias de investimento**. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963. p. 30.

<sup>17</sup> BRASIL. Lei nº 4.357, de 16 de julho de 1964. Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do imposto sobre a renda, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 jul. 1964.

<sup>18</sup> BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 31 dez. 1964.

<sup>19</sup> BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 16 jul. 1965.

<sup>20</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. p. 57.

<sup>21</sup> *Ibid.* p. 57.

de valores mobiliários, as bolsas de valores, companhias de capital de aberto e os intermediários financeiros.

Com os incentivos criados pelo Governo Federal da época, houve a aplicação de um grande volume de recursos no mercado de ações, no entanto, o cenário evidenciava uma grande demanda de investidores em busca de ações, e uma quantidade inferior de emissão de pelas empresas, o que ocasionou um movimento especulativo chamado de “boom de 1971” impactou negativamente a confiança dos investidores no mercado de capitais.

Após alcançar o seu ponto máximo em julho de 1971, iniciou-se um processo de realização de lucros pelos investidores mais esclarecidos e experientes, que começaram a vender suas posições. O quadro foi agravado progressivamente quando novas emissões começaram a chegar às bolsas, aumentando a oferta de ações, em um momento em que muitos investidores, assustados com a rapidez e a magnitude do movimento de baixa, procuravam vender seus títulos.

O movimento especulativo, conhecido como “boom de 1971”, teve curta duração, mas suas consequências foram vários anos de mercado deprimido, pois algumas ofertas de ações de companhias extremamente frágeis e sem qualquer compromisso com seus acionistas, ocorridas no período, geraram grandes prejuízos e mancharam, de forma surpreendentemente duradoura, a reputação do mercado acionário. Apesar disso, notou-se uma recuperação das cotações a partir de 1975, devido a novos aportes de recursos (as reservas técnicas das seguradoras, os recursos do Fundo PIS/ PASEP, adicionais do Fundo 157 e a criação das Sociedades de Investimento “Decreto-Lei nº 1401” para captar recursos externos e aplicar no mercado de ações), além do crescente volume de investimentos por parte dos Fundos de Pensão.<sup>22</sup>

Nas décadas de 70 e 80, o Estado empregou diversos esforços no sentido de retomar o crescimento do mercado de capitais, entre eles, incentivos fiscais dos ganhos obtidos na bolsa de valores, a criação da Lei das Sociedade por Ações e a criação da Comissão de Valores Mobiliários, mas não obteve o crescimento esperado. Na década de 90, após a edição da Resolução CMN nº 1.289/87 do final da década anterior que culminou da abertura da economia brasileira para investimento estrangeiro, o mercado de valores mobiliários brasileiro voltou a se desenvolver.

Posteriormente, o mercado de capitais brasileiro em razão da ausência de práticas adequadas de governança corporativa em relação aos acionistas minoritários, passou a ser preterido pelos investidores internacionais em relação a outros mercados mais avançados em termos de governança corporativa. Diante disso, o Brasil tomou iniciativas para se adequar a

---

<sup>22</sup> Ibid. p. 56.

essa realidade e instituiu normas como a Lei nº 10.303/01, criou Novo Mercado, e dos Níveis 1 e 2 de governança corporativa.<sup>23-24</sup>

O Mercado de capitais é o ambiente que propicia a ocorrência da negociação dos títulos de valores mobiliários, e é composto por atores, entre os quais se pode mencionar a bolsa de valores mobiliários, sociedades corretoras, e instituições financeiras que trabalham para promover liquidez aos títulos e viabilizar a negociação.<sup>25</sup>

### 1.2.1 Conceito de valores mobiliários

De acordo com a redação original do art. 2º da Lei nº. 6.385/76,<sup>26</sup> são valores mobiliários:

Art . 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;

II - os certificados de depósito de valores mobiliários;

III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

Parágrafo único - Excluem-se no 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.

Conforme o passar do tempo, diversos outros títulos e contratos de investimentos foram incorporados pela lei ou regulamentação ao rol dos valores mobiliários, mas ainda assim a legislação rapidamente se mostrava ineficiente diante do lançamento de novos produtos financeiros. Diante disso, foi editada a Medida Provisória 1.637/98, posteriormente convertida na Lei 10.198/01, a qual, de acordo com a CVM, “tentou conceituar valor mobiliário de forma mais ampla, com o intuito de abranger boa parte das modalidades de captação pública de recursos”.

<sup>23</sup> Ibid. p. 59.

<sup>24</sup> BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 1º nov. 2001.

<sup>25</sup> TENÓRIO, Juliene Gama. **Controle interno**: um estudo sobre a sua participação na tomada de decisão de investimento no mercado de capitais brasileiro. 145 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2007. p. 57. Disponível em: <[https://repositorio.unb.br/bitstream/10482/2703/1/2007\\_JulienneGamaTenorio.pdf](https://repositorio.unb.br/bitstream/10482/2703/1/2007_JulienneGamaTenorio.pdf)>. Acesso em: 6 nov. 2020.

<sup>26</sup> BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 9 dez. 1976.

Após as alterações mencionadas, o artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 dispõe:

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.

De acordo com a CVM, a partir da leitura do dispositivo supratranscrito, pode-se extrair o conceito de valores mobiliários como sendo

valores mobiliários, quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.<sup>27</sup>

Para Uinie Caminha,<sup>28</sup> do texto legal pode-se perceber que a legislação brasileira, mais do que se preocupar com o conceito, define quais documentos são sujeitos ao regime dos valores mobiliários, servindo mais como um limite imposto à atuação reguladora do Estado do que como uma conceituação teórica para o instituto.

Portanto, a definição legal não tem, nem pretende ter, qualquer compromisso com um conceito geral de valor mobiliário. Aliás, também a doutrina renuncia à formulação de um conceito abstrato de valor mobiliário, talvez impossível, dado o seu caráter instrumental e a

---

<sup>27</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. p. 71.

<sup>28</sup> CAMINHA, Uinie. Valores mobiliários. In: CAMPILONGO, Celso Fernandes; GONZAGA, Alvaro de Azevedo; FREIRE, André Luiz (Coords.). **Enciclopédia jurídica da PUC-SP**. Tomo: Direito Comercial. 1. ed. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2017. Disponível em: <<https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/216/edicao-1/valores-mobiliarios>>. Acesso: 01 nov. 2020.

mobilidade das fronteiras do mercado, que tem por função delimitar.<sup>29</sup> Acresce que a definição dos documentos admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários é questão de política legislativa, que se fundamenta mais em juízos de conveniência do que em conceitos”.<sup>30</sup>

### **1.3 Regulação estatal e autorregulação pelo mercado: a Comissão de Valores Mobiliários e o incentivo à boas práticas de negócio pelos agentes privados**

A Comissão de Valores Imobiliários foi criada através da Lei nº 6.385/1976, inicialmente constituída como entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda. A partir da vigência da Lei nº 10.411/2002,<sup>31</sup> a lei supramencionada foi alterada em seu o art. 5º, que trata da criação da CVM com o objetivo de reforçar sua autonomia e poder de fiscalização, o qual passou a vigorar com a seguinte redação:

Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.<sup>32</sup>

Quanto a estrutura da autarquia, o art. 6º prevê que a administração da CVM será encarregada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República após aprovação do Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.<sup>33</sup> O Presidente e os Diretores formam o colegiado responsável por elaborar as políticas e implementar práticas a serem desenvolvidas pela instância executiva da autarquia, composta pelos superintendentes.<sup>34</sup>

Nos termos do art. 4º da Lei nº 6.385/1976, a tanto a CVM como o CMN tem por finalidade:

---

<sup>29</sup> Ibid.

<sup>30</sup> Ibid.

<sup>31</sup> BRASIL. Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002. Altera e acresce dispositivos à Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 27 fev. 2002.

<sup>32</sup> BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 9 dez. 1976.

<sup>33</sup> Ibid.

<sup>34</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. p. 59.

Art . 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

- I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;
- II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;
- III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;
- IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:
  - a) emissões irregulares de valores mobiliários;
  - b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.
  - c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.
- V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;
- VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
- VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.<sup>35</sup>

Acerca da competência da CVM, o art. 8º da Lei nº 6.385/1976 dispõe que;

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;
- IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;
- V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.<sup>36</sup>

Dentre as atribuições da CVM, a Lei prevê a função da autarquia de regular a atuação dos atores que compõem o mercado de capitais, assim como lhe concede o poder de punir os agentes que de alguma forma, praticam atos ilícitos no mercado de capitais.

Nesse sentido, além da prerrogativa de noticiar fatos com indícios de crimes ao Ministério Público para averiguação e processamento pelo sistema de justiça criminal, e de participar de

<sup>35</sup> BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 9 dez. 1976.

<sup>36</sup> BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 9 dez. 1976.



processos judiciais de interesse do mercado de valores mobiliários, à CVM é conferida a prerrogativa de aplicar sanções administrativas, tais quais “advertências, multas, inabilitação temporária para o exercício de cargos, suspensão da autorização ou do registro, e inabilitação temporária para o exercício de atividades sujeitas à competência da Autarquia”.<sup>37</sup> Não obstante a proibição temporária, essa é aplicável não apenas para as operações por dos integrantes do sistema de distribuição, como para a atuação como investidor, seja direta ou indiretamente, no mercado de valores mobiliários.

Em relação à autorregulação, Alexandre Assolini Mota e Fábio Tizziani Cepeda ao citar Nelson Eizerik,<sup>38</sup> aponta que a auto adequação às boas práticas de atuação pelo mercado possui vantagens mesmo sobre a regulação estatal, em razão do potencial de propiciar, entre outras vantagens, a possibilidade de redução de custos; maior coordenação de assuntos técnicos não dominados pela regulação estatal; substituição de sanções penais por autodisciplina profissional e o fortalecimento de entidades profissionais derivadas.

Uma dessas vantagens merece especial atenção: a capacidade para lidar com a ética do mercado. A autorregulação, realizada pelos próprios profissionais dos setores envolvidos, tem vocação natural para atingir padrões éticos que a própria regulação não tem: “a autorregulação, em seu funcionamento efetivo, teria como questão básica o exame da justiça de determinadas práticas, ao invés de sua legalidade.”<sup>39</sup>

A autorregulação possibilita a difusão de práticas de atuação responsáveis e éticas, reduzindo os riscos reputacionais pela classe dos agentes do mercado, e não por agentes isolados, figurando como bons exemplos a B3 e a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA).

---

<sup>37</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. p. 61.

<sup>38</sup> MOTA, Alexandre Assolini; CEPEDA, Fábio Augusto Tizziani. Fundos de investimento. *In*: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. p. 61.

<sup>39</sup> *Ibid.*

A Bolsa de Valores é uma entidade privada que coopera com o Estado<sup>40</sup> para fornecer um ambiente ne negócios adequado para possibilitar a negociação de títulos, bem como sistemas que possibilitem a marcação de preços e liquidez para os ativos transacionados.<sup>41</sup>

A Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), atual Brasil Bolsa Balcão (B3), visando contribuir para a construção de um ambiente de negócios pautado pela ética, criou no ano 2000 níveis diferenciados de listagem de acordo com práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas. Não obstante o mercado tradicional, foram adotados três novos segmentos de governança, de adoção facultativa, contratual, e vinculante, sendo o Nível 1, Nível 2 e Novo mercado. Além disso, criou, em 2001, o Índice de Governança Corporativa (IGC) com a carteira composta por ações de empresas com bons níveis de governança corporativa.<sup>42</sup>

Érica Gorga elucida quão assertiva foi a medida de autorregulação tomada pela Bolsa de Valores:

A hipótese de que o comprometimento com melhores práticas de governança corporativa contribuiria para aumentar o preço dos valores mobiliários das companhias foi confirmada por diversos estudos. Carvalho e Pennacchi analisaram a pacificação e volumes de negociação dos papéis de companhias que migraram para os segmentos de listagem diferenciados da Bovespa no período de 2001 a 2006. Os autores concluem que as ações dessas companhias tiveram retorno anormais positivos quando elas migraram para os segmentos especiais, particularmente significativo para as companhias que nunca tinham realizado cross-listing em bolsa de valores americana e para as que migraram para os níveis superiores de governança corporativa – Nível 2 e Novo Mercado – as quais receberam retornos superiores às que migraram para o Nível 1.<sup>43</sup>

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), por sua vez, tem por função representar atores atuantes no sistema financeiro nacional, tais quais, entre outros, bancos comerciais e de investimento, corretores e

---

<sup>40</sup> O art. 17, parágrafo único, da Lei nº 6.385/76 dispõe que: “Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas”.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 9 dez. 1976.

<sup>41</sup> SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins. **Fundos de investimento**: um tipo societário autônomo e suas principais características. 2016. 136 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de Brasília, Brasília, 2016. p. 41.

<sup>42</sup> *Ibid.* p. 99.

<sup>43</sup> GORGA, Érica. Berle e Means e a evolução da propriedade e do controle acionários no mercado de capitais brasileiro. *In*: GORGA, Érica; PELA, Juliana Krueger. (Coord.). **Estudos avançados de direito empresarial**: contratos, direito societário e bancário. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 36.

distribuidores de títulos, e administradoras e gestoras de recursos de terceiros, registradas junto à CVM.<sup>44</sup> O art. 3º do estatuto social da ANBIMA,<sup>45</sup> estabelece que a associação tem por objetivo:

Artigo 3º. A Associação tem como objetivos:

- I – representar e assistir técnica e juridicamente seus Associados em assuntos de interesse dos mercados financeiro e de capitais;
- II – desenvolver gestões perante as autoridades competentes sobre assuntos atinentes às atividades de seus Associados;
- III – incentivar as relações entre as instituições que operam nos mercados financeiro e de capitais;
- IV – amparar os legítimos interesses dos mercados financeiro e de capitais perante os poderes públicos, visando ao seu desenvolvimento, bem como ao desenvolvimento das instituições que neles operam;
- V – manter intercâmbio com entidades nacionais ou internacionais que tenham objetivos conexos, correlatos e/ou complementares ao da Associação;
- VI – estabelecer princípios éticos a serem respeitados pelos Associados no exercício de suas atividades;
- VII – promover a prática das atividades de autorregulação nos mercados financeiro e de capitais;
- VIII - elaborar, negociar e implantar Códigos de Regulação e Melhores Práticas que definam normas e procedimentos e prevejam punições decorrentes do descumprimento de tais códigos, a serem observadas por todos os Associados e outras entidades que decidirem aderir a tais normas;
- IX – elaborar, negociar e implantar Código de Ética que defina normas e procedimentos e preveja punições decorrentes do seu descumprimento, a ser observado por todos os Associados e por todas as entidades aderentes aos Códigos de Regulação e Melhores Práticas previstos no inciso anterior;
- X – atuar como entidade certificadora de profissionais de investimento, podendo, para tanto, elaborar e aplicar exames de certificação e outorgar validamente as certificações para os profissionais capacitados nos respectivos exames;
- XI – organizar, orientar, coordenar, ministrar ou dar parecer sobre programas de ensino, eventos, cursos e seminários destinados à formação e especialização de técnicos e profissionais dos mercados financeiro e de capitais, gratuitamente ou mediante remuneração;
- XII – contratar, prestar ou realizar serviços para as instituições que operam nos mercados financeiro e de capitais, por conta própria ou mediante empresa contratada, controlada ou em parceria com outras empresas;
- XIII – desenvolver, implantar, administrar ou operacionalizar sistemas operacionais, produtos e serviços para os mercados financeiro e de capitais, por conta própria, mediante empresa contratada, controlada ou em parceria com outras empresas;
- XIV – promover, realizar, fomentar e divulgar estudos e pesquisas sobre os mercados financeiro e de capitais;
- XV – elaborar bases de dados contendo informações coletadas e/ou recebidas de Associados ou não associados sobre os mercados financeiro e de capitais;
- XVI – distribuir informações de suas bases de dados e publicações a respeito dos mercados financeiro e de capitais, dirigidas a Associados ou não associados;
- XVII – constituir e/ou participar, como associada, sócia ou acionista, de associações, federações, entidades e/ou empresas nacionais e/ou internacionais, com ou sem fins lucrativos, que tenham objetivos conexos, correlatos e/ou complementares aos da Associação; e

<sup>44</sup> SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins. Op. Cit. p. 42.

<sup>45</sup> ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Estatuto Social**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/29/E0/27/DB/51EA17101A699A17092BA2A8/ANBIMA-Estatuto-Social.pdf>. Acesso em: 5 nov. 2020.

XVIII – desenvolver outras atividades correlatas aos objetivos da entidade.

A ANBIMA editou mais especificamente em relação a fundos de investimento, o código ANBIMA de melhores práticas para o mercado de Fundos de Investimento em Participação (FIP) e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes (FIEE), o qual define parâmetros para administradores, gestores e distribuidores dos fundos, com o objetivo de elevar parâmetros de transparência, qualidade e a disponibilidade de informações. O referido Código será abordado mais adiante, em capítulo específico sobre os FIPs e governança corporativa.

## CAPÍTULO 2 – FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

### 2.1 Fundos de investimento: características gerais e natureza jurídica

O fundo de investimento é uma forma coletiva de investir, em que pessoas físicas ou jurídicas reúnem recursos e os aplicam em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza com o objetivo de obter ganho financeiro na proporção de seus investimentos.

Entre os agentes do mercado que compõem a estrutura de operação dos fundos de investimento, pode-se mencionar: i) o administrador, pessoa jurídica responsável pela administração do fundo, autorizada pela CVM a exercer profissionalmente a administração de fundos de investimento; ii) o distribuidor, intermediário contratado para a distribuição das cotas do fundo dentro e fora do mercado de valores mobiliários; iii) o gestor, pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM a administrar carteiras de valores mobiliários profissionalmente, contratado pelo administrador; iv) custodiante, o qual é responsável pela guarda dos ativos e valores mobiliários do fundo de investimento.<sup>46</sup>

Luiz Leonardo Cantidiano, ao citar o professor Erasmo Valadão, menciona que os fundos de investimento foram legalmente constituídos no Brasil a partir da edição da Portaria nº 309/1959 do Ministério da Fazenda, a qual regulou “a constituição, o funcionamento e as atribuições da sociedade de crédito, financiamento e investimento, autorizando-as a constituir fundos em conta de participação ou em condomínio”.<sup>47</sup>

Erasmo Valladão lembra, ainda, que os fundos em condomínio de títulos ou valores mobiliários passaram, com a reforma do mercado de capitais realizada em 1965, a ser regulados pelas disposições constantes dos artigos 49 e 50 da Lei nº 4.728/1965, que outorgaram competência ao Conselho Monetário Nacional para expedir normas sobre a matéria. Posteriormente dita competência foi delegada à CVM, através da Resolução CMN nº 1.787/1991 e, ainda mais recentemente, por disposição constante da Lei nº 10.303/01, foi atribuída à CVM, como órgão regulador e fiscalizador de mercado de valores mobiliários, competência exclusiva para regular, registrar e fiscalizar todos os fundos de investimento criados no Brasil.<sup>48</sup>

<sup>46</sup> ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. OF. DIR – 014/2016. REF.: Comentários à Consulta Pública 05/2016 – dispõe sobre o Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ). p. 3. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/data/files/F9/C7/73/AD/91D6851098E7968569A80AC2/Fundos%20de%20Investimento\\_Beneficiario%20Final\\_justificativas\\_v3.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/F9/C7/73/AD/91D6851098E7968569A80AC2/Fundos%20de%20Investimento_Beneficiario%20Final_justificativas_v3.pdf)>. Acesso em: 5 nov. 2020.

<sup>47</sup>BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. p. 615.

<sup>48</sup>Ibid. p. 616.

As instruções CVM 409/2004 e CVM 555/2014, conceituam fundos de investimento como uma “comunhão de recursos constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação de recursos financeiros”<sup>49</sup>. A partir disso, é possível extrair a natureza jurídica e a destinação dos fundos de investimento de acordo com o texto normativo.

A destinação dos fundos de investimento constitui ponto fundamental em sua concepção, pois, inicialmente, os fundos somente podem aplicar em ativos financeiros, conforme definido pela CVM. Dessa forma, investimentos coletivos realizados em ativos não financeiros devem ser realizados por meio de outros veículos de acordo com as normas da autarquia, e também pelo fato de que o tipo de ativo financeiro objeto de investimento ser o que define o tipo de cada fundo de investimento<sup>50</sup>.

O artigo 2º, V, da Instrução CVM nº 555/2014, exemplifica em quais tipos de ativos financeiros os fundos podem investir:

- 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.

Acerca da natureza jurídica, a doutrina diverge ao defender natureza de condomínio ou tipo societário. Sem pretender o presente trabalho aprofundar a discussão nesse tema, aqueles que defendem a natureza condominial entendem que os fundos se caracterizam como um condomínio sem personalidade jurídica a partir de sua definição legal, entre elas a instrução

---

<sup>49</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM 555. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 23 dez. 2014.

<sup>50</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. p. 616.

409 e 555 da CVM e pelo fato da comunhão de recursos representar uma relação contratual e não social, em decorrência da inexistência do *affectio societatis*, conforme Nelson Eizirik:

(...) os fundos de investimento organizam-se, juridicamente, sob a forma de condomínio, sem personalidade jurídica, constituindo uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteiras compostas pelos mais diversos ativos financeiros, como títulos da dívida pública, ações, debêntures e outros títulos ou contratos existentes no mercado. Os fundos de investimento, ao contrário do que ocorre com as companhias de investimento, apresentam uma feição contratual e não societária, uma vez que não há entre os investidores relação interpessoal associativa – a *affectio*. Ao contrário, a relação dos investidores entre si é irrelevante para a constituição e o funcionamento de um fundo, uma vez que, ao aderirem ao fundo, estes vinculam-se ao administrador, que lhes presta serviços de administração e de gestão de recursos.<sup>51</sup>

Os defensores da natureza jurídica societária dos fundos de investimento defendem, em apertada síntese, que o regime jurídico aplicável aos fundos não deve ser o dos direitos reais, e que na constituição dos fundos se pode perceber a presença dos elementos que caracterizam uma sociedade, dentre eles a constituição do capital social, finalidade em comum e a coparticipação nos lucros e perdas.<sup>52</sup>

Nessa esteira, é importante afastar os fundos de investimento do âmbito de incidência da norma positivada no § 1º do artigo 1.320 do Código Civil. 57 À luz desse permissivo legal, poderse-ia (sic) admitir a constituição de fundos de investimento na modalidade de condomínio, desde que consagrada a sua indivisibilidade. Isso, contudo, não nos parece possível, e duas são as razões: primeira, porque, como visto, os fundos de investimento, ao contrário dos condomínios, não são uma espécie de direito real; segunda, porque mesmo essa indivisibilidade é relativa, já que pode ser determinada a sua extinção, desde que requerida por um único interessado (mesmo que não seja condômino) – os fundos exigem a maioria assemblear – e haja graves razões para tanto (artigo 1.320, § 3º, do Código Civil).

(...) Vimos que os fundos de investimento têm as características gerais necessárias a toda e qualquer sociedade: a constituição de um capital social, a presença de um fim comum e a coparticipação nos lucros e perdas. Características há, ainda, que divisam essa forma de investimento coletivo das formas societárias em geral. São elas: (i) a ausência de personalidade jurídica; (ii) o âmbito de atividade restrito; (iii) a administração profissional e (iv) a distribuição pública de cotas.<sup>53</sup>

---

<sup>51</sup> EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais**: regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 78.

<sup>52</sup> SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins. Op. Cit. p. 55.

<sup>53</sup> Ibid. p. 66.

A Medida Provisória nº 881, de 30 de abril de 2019, convertida na Lei nº 13.874/2019,<sup>54</sup> chamada “Lei da Liberdade Econômica”, entre outras modificações, alterou o Código Civil<sup>55</sup> para incluir o art. 1.368-C, visando esclarecer o conceito de fundo de investimento e diferenciá-lo dos condomínios comuns para evitar aplicação equivocada das normas de ambos os institutos. A partir disso, de acordo com o Código Civil:

## CAPÍTULO X

### DO FUNDO DE INVESTIMENTO

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

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

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

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

Art. 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer:

I - a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas;

II - a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade; e

III - classes de cotas com direitos e obrigações distintos, com possibilidade de constituir patrimônio segregado para cada classe.

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

§ 2º A avaliação de responsabilidade dos prestadores de serviço deverá levar sempre em consideração os riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do fundo de investimento e a natureza de obrigação de meio de seus serviços.

§ 3º O patrimônio segregado referido no inciso III do caput deste artigo só responderá por obrigações vinculadas à classe respectiva, nos termos do regulamento.

Art. 1.368-E. Os fundos de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais por eles assumidas, e os prestadores de serviço não respondem por essas obrigações, mas respondem pelos prejuízos que causarem quando procederem com dolo ou má-fé.

§ 1º Se o fundo de investimento com limitação de responsabilidade não possuir patrimônio suficiente para responder por suas dívidas, aplicam-se as regras de insolvência previstas nos arts. 955 a 965 deste Código.

§ 2º A insolvência pode ser requerida judicialmente por credores, por deliberação própria dos cotistas do fundo de investimento, nos termos de seu regulamento, ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 1.368-F. O fundo de investimento constituído por lei específica e regulamentado pela Comissão de Valores Mobiliários deverá, no que couber, seguir as disposições deste Capítulo.

---

<sup>54</sup> BRASIL. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 20 set. 2019. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2019/Lei/L13874.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/Lei/L13874.htm)> Acesso em: 6 nov. 2020.

<sup>55</sup> BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm)> Acesso em: 5 nov. 2020.



Pela leitura do dispositivo legal, pode-se verificar, então, que entre outras alterações, além de classificar os fundos de investimento como condomínios de natureza especial, o texto dispensa o registro dos regulamentos dos fundos em cartórios, estabelece a responsabilidade limitada aos condôminos do valor de suas quotas; autoriza a limitação de responsabilidade dos administradores perante o condomínio e entre si, sem solidariedade;

Outro aspecto importante em relação aos fundos de investimento é que quanto à possibilidade de resgate das cotas pelos investidores, eles podem ser considerados como abertos, sendo aqueles que permitem o resgate pelo cotista a qualquer momento, ou fechados. Os quais os participantes apenas poderão resgatar as cotas a partir do término da duração.

Fundos abertos são aqueles que permitem o resgate de cotas pelo seu cotista a qualquer momento. Dessa forma, concedem liquidez instantânea aos seus cotistas, uma vez que aquele que desejar deixar sua posição em determinado fundo aberto apenas necessita realizar o resgate de suas cotas, sem que precise buscar no mercado interessados em adquiri-las. Os fundos de investimento fechados, por sua vez, são aqueles em que os cotistas apenas poderão resgatar suas cotas ao final do seu prazo de duração. Referida restrição reduz significativamente a liquidez das cotas de tais fundos, sendo necessário que aquele que deseje alienar suas cotas de um fundo fechado encontre um interessado em adquirir referidas cotas no mercado secundário.<sup>56</sup>

Em relação à disposição das cotas, a cessão pelos fundos abertos é vedada, exceto nas hipóteses previstas no art. 13 da Instrução 555/2014 da CVM, vejamos:

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.<sup>57</sup>

Quanto à cessão de cotas pelos fundos fechados, ao art. 14 da Instrução CVM 555/2014 permite mediante a celebração de termo de cessão entre cedente e cessionário, ou por meio de mercado organizado que permita a distribuição.

---

<sup>56</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. p. 623.

<sup>57</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM 555. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 23 dez. 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. § 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.

## 2.2 Fundos de Investimento em Participação e a indústria de *Private Equity*

O Fundo de Investimento em Participações é uma forma em que investidores reúnem recursos financeiros destinados a investimentos em companhias abertas, fechadas ou sociedades limitadas que necessitam de aporte financeiro para se desenvolver, e se trata de um investimento em renda variável constituído sob a forma de condomínio fechado, em que as cotas somente são resgatadas ao término de sua duração ou quando é deliberado em assembleia de cotistas a sua liquidação.<sup>58</sup> Os FIPs são o instrumento propício para a operação comumente conhecida no mercado como *private equity*, motivo pelo qual, é interessante fazer um desvio na análise aprofundada dos FIPs para a compreensão dessa indústria.

As operações de *private equity* são operações de risco em que investidores, através de um fundo, aplicam recursos a médio ou longo prazo em companhias com potencial de crescimento, com a expectativa de, ao se retirar da sociedade, poder lucrar com a venda da participação societária em valor superior àquele da obtenção.

O investimento de risco funciona da seguinte forma: o investidor disponibiliza um valor (normalmente pela criação de um fundo) determinado para aplicar em empreendimentos com a característica de ter uma expectativa de alto crescimento no médio e longo prazo. Contrata-se um gestor e administrador de fundos que fica encarregado de selecionar os empreendimentos que atendam as expectativas do investidor. Após escolhido o empreendimento, são estabelecidas as condições do investimento; realizado o investimento, os investidores entram na sociedade investida, ou seja, tornam-se sócios e, normalmente, através do administrador do fundo, participam na gestão operacional, controlando, normalmente a parte de gestão financeira da companhia investida. Ao final de alguns anos, o investidor usa mecanismos de desinvestimento, ou seja, retira o seu capital da sociedade e, se tudo correu dentro do esperado, com lucros que superam as taxas de retorno de investimentos de menor risco.<sup>59</sup>

<sup>58</sup> B3. Fundos de Investimento em Participações (FIP). Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimento-em-participacoes-fip.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimento-em-participacoes-fip.htm)>. Acesso em: 25 out. 2020.

<sup>59</sup> TEMPORIN, Ana Paula *apud* REBELO, Nikolai Sosa. Temporin, Ana Paula Alexandre. **Governança corporativa na relação entre fundos de *private equity* e empresas investidas**. 2016. 14 f. Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito) - INSPER, São Paulo, 2016.

Para Ana Paula Temporim, a compreensão moderna do mercado de *private equity* se desenvolve nos Estados Unidos da América, inicialmente na década de 40, com a criação da *American Development Corporation (ARD)* pelo professor da Harvard Business School, Georges Doriot, até a sua explosão na década de 90. O principal marco na indústria de *private equity* norte-americana foi a criação do *Small Business Investment Act* em 1958, o qual previa a figura da *Small Business Investment Company (SBIC)*, cujo objetivo era pautar uma política para desenvolver e estimular a economia, principalmente as pequenas empresas.<sup>60</sup>

Em razão das *limited partnerships* e de políticas tributárias e regulatórias incentivadoras, a indústria de *private equity* americana cresceu muito entre os anos 80 e 90, e tinham como principais investidores os fundos de pensão, as seguradoras, *endowment funds*, e as pessoas físicas.<sup>61</sup>

A estrutura de uma *limited partnership* compreende pelo menos duas partes: (i) os investidores (*limited partners*), que fornecem os recursos para a formação do fundo (o termo *limited* refere-se à responsabilidade limitada dos investidores, sendo responsáveis até o limite do capital que investiram) e; os (ii) os administradores dos fundos (*general partners*). Além disso, os investidores (*limited partners*) não assumem responsabilidade legal sobre os passivos que ultrapassarem o valor do capital investido desde que mantenham distanciamento da gestão do veículo de investimento. Desde a revisão da ULPAs em 2001, tal proteção é garantida mesmo que o *limited partner* se envolva na gestão do veículo. No entanto, o *general partner* é quem detém a obrigação fiduciária pela gestão. Observa-se também nessas estruturas que é usualmente atribuído aos investidores (*limited partners*) voto em questões importantes, tais como avaliação da carteira de ativos, inclusão ou exclusão de cláusulas do contrato social e dissolução antecipada da sociedade. As relações entre os investidores e administradores, bem como direitos e obrigações de cada grupo são regidos pelo *partnership agreement*, o que atribui certa flexibilidade contratual às partes.

No Brasil, as primeiras indústrias de *private equity* surgiram por volta dos anos 70 e 80 e paulatinamente foi se desenvolvendo acompanhando as inovações regulatórias, políticas do mercado que possibilitaram o seu avanço. O Fundo de investimento em Participações surgiu no Brasil a partir da Instrução CVM nº 391/2003 com o objetivo inicial de viabilizar essa indústria.

Os fundos de *private equity* e *venture capital* operavam no Brasil antes da criação do fundo de investimento em participações por meio de aquisições diretas – pessoas jurídicas constituídas na forma de *holding companies* que adquiriam os ativos alvo e também participação direta nos ativos alvo – ou outras espécies de fundo que foram

---

<sup>60</sup> Ibid.

<sup>61</sup> Ibid.

criados preteritamente como, por exemplo, os Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários e os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes. A falta de flexibilidade sobre o funcionamento e a organização dos referidos fundos, assim como as restrições no que se refere à alocação dos recursos aportados pelos investidores fizeram que seu sucesso fosse limitado e o mercado clamasse por uma estrutura menos rígida.

Em estudo mais recente de 2019 realizado pela ABVCAP, em conjunto com a auditoria independente da KPMG, no qual foram consultados 159 gestores de recursos nacionais e estrangeiros, constatou-se que entre o capital comprometido total da indústria de *private equity* nacional em 31 de dezembro de 2018 alcançou o montante de R\$ 170,3 bilhões, aumentando aproximadamente 10 % em relação ao ano anterior cujo capital comprometido foi de R\$ 154,3 bilhões. Foi também identificada a presença relevante de capital de origem estrangeira, representando 82,7% do total do capital comprometido em 2018. Quanto ao perfil dos investidores, o estudo confirmou que os fundos de pensão e os investidores institucionais são os que possuem participações mais relevantes nesse mercado, equivalente a 49% do capital comprometido de origem estrangeira e 52% do capital comprometido de origem nacional<sup>62</sup>.

Ainda no âmbito do referido estudo, verificou-se que o montante de capital efetivamente investido em empresas foi de R\$ 12,372 bilhões, representando cerca de 67% do capital comprometido total. No que tange aos setores, o de serviços financeiros foi o que apresentou maior concentração de investimentos (19 %), seguido dos setores de alimentos e bebidas (15%), e educação (11%).

Necessário se faz, ainda, distinguir os conceitos de *private equity* e *venture capital*. O mercado comumente classifica o investimento entre um ou outro de acordo com o estágio de desenvolvimento da companhia investida, sendo, em apertada síntese, a operação de *venture capital* voltada à empresas que necessitam de investimento para iniciar as atividades, e *private equity* a operação voltada para companhias mais maduras que necessitam de recursos para superar uma situação ou desenvolver projetos que necessitem dos investimentos.

Por sua vez, Freire e Viegas dividem em quatro os estágios de desenvolvimento das empresas e associa a cada um deles um tipo diferente de capital empreendedor. São eles: (i) Startup: fase inicial de um projeto, que pode ser financiado via seed capital, para pagamento das primeiras despesas da empresa, como pesquisa e desenvolvimento, ou por aquele tipo de investidor chamado de business angel, que investe recursos próprios em troca de ações ou dívida conversível em ações; (ii)

---

<sup>62</sup> KPMG. **Consolidação de dados 2019.** Indústria de *Private Equity* e *Venture Capital* no Brasil. Disponível em: <<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2019/07/br-consolida%C3%A7%C3%A3o-dados-pevc-2019.PDF>>. Acesso em: 25 jul. 2020.

Desenvolvimento: estágio em que a empresa já é operacional, mas encontra-se em fase inicial. Os investimentos de fundos de venture capital podem ingressar nesse estágio. Dado o alto risco desse tipo de investimento, os fundos exigem altas taxas de retorno e usualmente celebraram acordos de acionistas para que tenham direito de nomear administradores e vetar certos atos. Além disso, tais acordos podem prever alternativas de saída após determinado prazo como, por exemplo, uma oferta pública inicial de ações (IPO); (iii) Consolidação: fase em que a empresa alcança a maturidade operacional, sendo o foco dos fundos de private equity. O investimento também é de alto risco, porém menor que o risco de um venture capital. Outro instrumento de financiamento nessa fase seria o mezzanine financing, que pode ocorrer por meio de mezzanine debt, um tipo de dívida com prioridade baixa, e mezzanine equity, consistente em participação societária que tem prioridade sobre os outros acionistas; (iv) Abertura de capital: estágio de maturidade em que a empresa pode abrir de seu capital a diversos investidores. Nesta fase a empresa pode receber recursos de private equity na forma de private investment in public equity (PIPE), ou seja, emissão privada de ações por companhias abertas a um fundo de private equity. No Brasil, essa operação deve obedecer ao direito de preferência de todos os acionistas<sup>63</sup>.

De acordo com a Associação Brasileira de *Private Equity e Venture Capital* (ABVCAP), as características dos fundos de *private equity* podem ser definidas da seguinte maneira:

Trata-se de um tipo de investimento que envolve a participação em empresas com alto potencial de crescimento e rentabilidade, através da aquisição de ações ou de outros valores mobiliários (debênture conversíveis, bônus de subscrição, entre outros), com o objetivo de obter ganhos expressivos de capital a médio e longo prazo. A essência do investimento está em compartilhar os riscos do negócio, selando uma união de esforços entre gestores e investidores para agregar valor à empresa investida. Os investimentos podem ser direcionados para qualquer setor que tenha perspectiva de grande crescimento e rentabilidade ao longo prazo, de acordo com o foco de investimentos definido pelos investidores ou fundos.<sup>64</sup>

Para Temporin, é possível analisar a indústria de *private equity* a partir de quatro etapas que compõem o ciclo de investimento, vejamos:

É possível analisar também a indústria de *private equity* segundo sua dinâmica, consistente em um ciclo de investimento dividido em quatro etapas principais, quais sejam: (i) captação de recursos (*fundraising*); (ii) origem e seleção do fluxo de oportunidades (*deal flow screening*); (iii) negociação e estruturação de investimentos (*investment*), de forma a permitir contratualmente o alinhamento dos interesses dos empreendedores, gestores e investidores; e (iv) saída (*exit*) dos investimentos realizados, ou desinvestimentos.

Em relação aos participantes dessa indústria, é possível destacar as organizações gestoras, os veículos de investimento, os investidores, e as empresas investidas.

<sup>63</sup> TEMPORIN, Ana Paula. Op. Cit.

<sup>64</sup> Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP). **Sobre o setor. 2016**. Disponível em: <<https://www.abvcap.com.br/>>. Acesso em: 02 mai. 2016.

No que tange aos participantes do mercado de *private equity*, destacam-se quatro principais participantes, quais sejam, (i) as organizações gestoras, (ii) os veículos de investimento, (iii) investidores e (iv) empresas investidas. Dado o risco envolvido nessa atividade, baixa liquidez e alta expectativa de retorno, o mercado é atrativo para investidores com elevado nível de riqueza e com longo horizonte de investimento, como por exemplo, *family offices*, investidores institucionais, *trusts* e *endowments*, empresas, holdings bancárias, instituições multilaterais, etc.<sup>65</sup>

### 2.3 Arcabouço regulatório

Retomando a análise dos Fundos de Investimento em Participações, conforme mencionado, esse tipo de fundo foi regulado inicialmente pela Instrução CVM 391/2003, e posteriormente passou a ser regulado pelas Instruções 555/14, que disciplina normas comuns para todos os fundos de investimento, e 578/16, a qual regulamenta especificamente os FIPs.<sup>66</sup> Conforme dados obtidos no portal da CVM, atualmente existem 1.155 fundos registrados da forma de FIP.<sup>67</sup>

Os FIP são regulados por diversas fontes normativas, a saber: (i) a Lei nº 4.728/1965 (Lei do Mercado de Capitais); (ii) a Lei nº 6.385/1976 (Lei do Mercado de Valores Mobiliários que criou a CVM); (iii) a ICVM 391, a qual regula especificamente essa espécie de fundo de investimento; (iv) a Lei nº 11.478/2007, que estabelece certos benefícios fiscais para as modalidades de FIP denominados Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIPIE) e Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I), regulados pela Instrução CVM nº 460, de 10 outubro de 2007 (ICVM n. 460), sendo-lhes aplicáveis, no que couber, as regras contidas na ICVM n. 391. Essas modalidades de FIP têm como objetivo investir em novos projetos de infraestrutura e de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação; (v) ICVM n. 406, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos FIP que obtenham apoio financeiro de organismos de fomento e; (vi) a Lei nº 11.312/2006 em conjunto com a Instrução Normativa da Receita Federal nº 1.585/2015, que estabelecem a tributação dos fundos de investimento, incluindo os FIP.<sup>68</sup>

Em relação à autorregulação, os FIPs também são regulados pela ANBIMA e ABVCAP, as quais editaram o Código ABVCAP e ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o mercado de FIP e FIEE que será abordado posteriormente em um capítulo sobre governança.

<sup>65</sup> TEMPORIN, Ana Paula. Op. Cit. p. 20.

<sup>66</sup> TEMPORIN, Ana Paula. Op. Cit. p. 45.

<sup>67</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Central de Sistemas. **Consulta Consolidada de Fundo**. Disponível em: <[https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg\\_sistema=fundosreg](https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg)>. Acesso em: 15 out. 2020.

<sup>68</sup> TEMPORIN, Ana Paula. Op. Cit. p. 46

Conforme dispõe o art. 5º da Instrução nº 578, os FIPS são constituídos sob a forma de condomínio fechado, e tem por objetivo adquirir ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos imobiliários conversíveis ou permutáveis em ações.<sup>69</sup>

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.

A Instrução CVM 578 inovou ao permitir que os FIPs invistam em sociedades limitadas, forma jurídica organizativa mais simples e, portanto, mais utilizada no Brasil, expandindo de forma significativa as alternativas de estrutura de investimento com a utilização de FIP.

Em razão do FIP ser um fundo de investimento fechado, apenas investidores qualificados e profissionais podem utilizá-lo. São considerados como investidores qualificados, pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimento superior a R\$1.000.000,00 e que ateste por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; e pessoas naturais aprovadas em exames de qualificação técnica ou que possuam certificações aprovadas pela CVM,<sup>70</sup> conforme art. 09-B da Instrução 554/2014.

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 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. (NR).

Investidores profissionais, por sua vez, são compreendidos como as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, assim

---

<sup>69</sup> Ibid.

<sup>70</sup> ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE *PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL* (ABVCAP). **Estrutura legal dos fundos de *private equity* e *venture capital* no brasil.** p. 06. Disponível em: <<https://abvcap.com.br/Download/Estudos/2727.pdf>>. Acesso em: 8 nov 2020.

como as companhias seguradoras e sociedades de capitalização, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00. Importa, ainda que, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, fundos de investimento, clubes de investimento cuja carteira seja gerida por administrador de carteira autorizado pela CVM, agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios e investidores não reside.<sup>71</sup>

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 autorizado pela CVM; VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; VIII – investidores não residentes.” (NR)<sup>72</sup>

Os investimentos dos FIPs costumam ser de médio e longo prazo, e a duração do fundo deve constar no regulamento que o constitui, bem como as hipóteses de antecipação ou prorrogação do tempo de vigência,

O regulamento pode ser compreendido como o ato constitutivo do fundo, no qual se estabelecem todas as regras que vão reger o seu funcionamento, o qual dispõe, entre outros assuntos, acerca da relação entre os cotistas; acerca da relação entre a administradora, a gestora e o fundo. O art. 9º da Instrução 578 aborda taxativamente informações mínimas que não poderão faltar no regulamento do fundo, sendo, entre outras, informações acerca do patrimônio mínimo do Fundo, dos seus prestadores de serviço, devendo dispor também da qualificação do administrador e do gestor; das despesas e encargos da estrutura e eventual taxa de performance; do prazo de duração, da política de investimento e/ou desinvestimento e seu processo decisório; acerca das explicações sobre eventuais riscos; das matérias de competência da assembleia geral

---

<sup>71</sup> Ibid.

<sup>72</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM 554. Inclui, revoga e altera dispositivos nas Instruções 155/91, 209/94, 278/98, 332/00, 356/01, 391/03, 399/03, 414/04, 429/06, 444/06, 461/07, 472/08, 476/09 e 539/13. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 19 dez. 2014.



de cotistas; das regras de conflito de interesses; das informações a serem disponibilizadas aos cotistas, acerca dos direitos políticos e econômico-financeiros de cada classe de cota, se aplicável, a forma de liquidação do FIP.

Por fim, conforme demonstrado neste capítulo, os Fundos de Investimento em Participação desempenham um papel importante no mercado de valores imobiliários enquanto um instrumento que viabiliza as operações de *private equity*. Veremos a seguir, que os FIPs também são muito relevantes no que concerne à governança boas práticas de negócio das empresas investida.

## CAPÍTULO 3 – FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÃO E GOVERNANÇA CORPORATIVA

### 3.1 Considerações acerca da governança corporativa

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a governança corporativa pode ser traduzida como o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas. Com base nesse conceito, alguns princípios são atraídos e sua adoção permite um clima de confiança interno e externo à companhia, quais sejam: i) transparência, a qual consiste no fornecimento de informações às partes interessadas; ii) equidade, podendo ser considerada o tratamento justo de todos os sócios de mais interessados (*stakeholders*); iii) prestação de contas, de modo claro, compreensivo e tempestivo; e iv) responsabilidade corporativa, traduzida no cuidado para reduzir externalidades negativas dos negócios e operações da companhia, bem como aumentar as externalidades positivas, levando em consideração o modelo de negócio, os capitais humano, reputacional, e ambiental.<sup>73</sup> “(...) governança corporativa, que é o conjunto de mecanismos de monitoramento que podem ser estabelecidos em contrato - assim como as restrições aos gestores - ou incentivos que levem ao alinhamento de interesse entre executivos e acionistas”.<sup>74</sup>

Ao fazer referência a Leonardo Leite, Temporin afirma que a ideia de origem mais aceita da governança corporativa remonta à Inglaterra dos anos 70, com o relatório *Cadbury*. O qual adotou três princípios de governança que serviram como base para códigos do mundo todo, quais sejam transparência, integridade e prestação de contas.

Segundo Leite, a versão mais conhecida e aceita da origem do conceito de governança corporativa e de seus principais pilares é de que teria iniciado na Inglaterra, no fim dos anos 1970, a partir de uma averiguação de que algumas empresas eram mais valorizadas, com ações mais procuradas, que outras. A partir dessa constatação, o governo inglês incentivou um grupo de especialistas a realizar um estudo sobre a questão nos anos 1980. O resultado da pesquisa deu origem ao chamado relatório *Cadbury*, considerado o primeiro código de boas práticas de governança corporativa,

<sup>73</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **O que é governança corporativa**. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>>. Acesso em: out. 2020.

<sup>74</sup> LUCENA, Rafael de Figueiredo. **Influência das estruturas de “Private equity” no financiamento de pequenas e médias empresas**. 2014. 47 f. Monografia (Graduação em Economia) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014. p. 21.

e que compilou diversas práticas entendidas como benéficas às empresas, à sua gestão e por extensão aos stakeholders.<sup>75</sup>

O relatório Cadbury enumerou três princípios básicos de governança adotados em códigos de todo o mundo, a saber, transparência, integridade e prestação de contas, e trouxe uma definição abrangente de governança corporativa, que passou a ser utilizada como referência, qual seja: “Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas. Conselhos de administração são responsáveis pela governança de suas empresas. O papel dos acionistas na governança é designar os conselheiros e os auditores e se convencer de que existe uma estrutura de governança apropriada. As responsabilidades do conselho de administração incluem a definição dos objetivos estratégicos da empresa, a liderança para que eles sejam atendidos, a supervisão a gestão dos negócios e a informação aos acionistas. As ações do conselho estão sujeitas a leis, normas e aos acionistas em assembleia geral.” (tradução nossa).

Vale mencionar que nos Estados Unidos, um movimento a favor de uma governança corporativa surgiu por volta dos anos 80, cujo ápice ocorreu na tentativa de aquisição do controle da Texaco pela Chevron, o que não ocorreu em decorrência de obstáculos criados pelos executivos da Texaco causando prejuízo aos acionistas, em razão de um grande poder que os CEOs desfrutavam frente aos sócios diante de um contexto em que o ambiente acionário era pulverizado, e de leis que dificultavam a atuação direta dos acionistas<sup>76</sup>.

Ademais, diversos acontecimentos a nível mundial contribuíram para atribuir à governança corporativa um elevado grau de importância nos debates empresariais, tais como, (i) o maior ativismo dos investidores institucionais, que possuem um papel fundamental na disseminação das práticas de governança, (ii) a onda de aquisições hostis (*hostile takeovers*) nos Estados Unidos na década de 1980, (iii) as privatizações nos países europeus e em desenvolvimento, tendo início no Reino Unido em 1980, (iv) a desregulamentação e integração global dos mercados de capitais, (v) a crise nos mercados emergentes no final do século XX, como a crise asiática em 1997 e a crise russa em 1998, que demonstraram problemas em grandes grupos empresariais e a necessidade do maior proteção a investidores, (vi) os escândalos corporativos nos Estados Unidos e Europa no período de 2001 a 2003, que levaram à tona fraudes contábeis e financeiras em grandes empresas, como a norte-americana Enron, e evidenciaram (*sic*) as falhas na governança corporativa (*sic*) e na regulação do mercado de capitais em diversos países, e (vii) a crise financeira (*sic*) global de 2008, originada no mercado de hipotecas norte-americano, e que resultou na insolvência de diversos bancos norteamericanos (*sic*) e europeus, além de aportes bilionários de recursos públicos para salvar as instituições financeiras de grande porte.

Com base no cenário apresentado, os governos e a sociedade civil se encontraram diante da necessidade de pensar em formas de controlar o problema de gestão das companhias, e refletir sobre questões de governança corporativa, o controle de riscos, responsabilidade corporativa, o papel dos conselhos de administração no monitoramento dos riscos, transparência e prestação de contas.

---

<sup>75</sup> TEMPORIN, Ana Paula. Op. Cit. p. 55.

<sup>76</sup> Ibid. p. 56.

Como importantes marcos históricos sobre governança corporativa destacam-se: (i) a publicação do relatório Cadbury em 1992 na Inglaterra, já abordado acima; (ii) em 1992, a divulgação pela General Motors do primeiro código de governança elaborado por uma empresa nos Estados Unidos; (iii) os Princípios de Governança Corporativa desenvolvidos pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD) em 1999, e atualizados em 2014 e 2015, que correspondem às primeiras diretrizes de governança corporativa com abrangência global; e (iv) a promulgação, em 30 de julho de 2002, do Public Accounting Reform and Investor Protection Act, também conhecido como Lei Sarbanes-Oxley nos Estados Unidos, que foi uma resposta às fraudes ocorridas nos anos de 2001 e 2002 envolvendo grandes empresas de capital aberto, como a Enron, WorldCom, Tyco, Adelpia, Global Crossing, entre outras.

Por fim, embora existam diferenças entre os sistemas de governança dos países que os implementaram, princípios como tratamento equitativo dos acionistas, integridade e prestação de contas se encontram em maior ou menor grau em todos eles.<sup>77</sup>

No Brasil, práticas de governança corporativa iniciaram a partir dos anos 90, com as privatizações e abertura da economia para o capital estrangeiro. Antes disso, o país tinha uma economia fechada e o Estado desempenhava uma política intervencionista, figurando como grande financiador da atividade econômica.

O ambiente corporativo brasileiro era basicamente composto por empresas estatais, companhias multinacionais e conglomerados nacionais liderados por empreendedores nacionais, que formaram a base do modelo de governança brasileiro. Nesse contexto, o mercado de capitais brasileiro tinha um papel muito restrito no financiamento das empresas, já que os grupos familiares eram praticamente os únicos a acessar capital a um custo relativamente baixo e em maior escala<sup>78</sup>

O movimento de privatizações fez com que novos agentes ingressassem no mercado brasileiro, contribuindo para a prática de novos modelos de governança, e, em resposta, diversas iniciativas foram tomadas para estimular os modelos de governança das empresas, entre as quais destacam-se: i) a criação do Novo Mercado da BM&FBOVESPA e a Reforma da Lei das Sociedades por ações; ii) a regulamentação dos fundos de pensão através da Resolução do CMN nº 3.792/09, que aumentou os limites de investimento desses fundos com base na diferenciação dos modelos de governança corporativa; iii) atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) com a capitalização de empresas que demonstrem o compromisso com a adoção de boas práticas de governança corporativa através de programas

---

<sup>77</sup> Ibid. p. 58.

<sup>78</sup> Ibid. p. 60.

de incentivo e, posteriormente, com adoção de requisitos mínimos de governança; iv) Código de Boas Práticas de Governança do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, lançado em 1995 como um conjunto de regras visando institucionalizar a governança corporativa e tornar as boas práticas uma cultura permanente; v) recomendações da CVM sobre governança corporativa através de uma cartilha lançada em 2002 com 23 recomendações relacionadas à transparência na estrutura acionária; equidade entre os acionistas; proteção aos minoritários; e clareza nas demonstrações financeiras<sup>79</sup>.

Para Temporin, o movimento de governança corporativa no Brasil visava inicialmente assegurar maior proteção dos acionistas minoritários nos conflitos com os acionistas majoritários, mas a partir de 2004, a estrutura societária das empresas brasileiras sofreu alterações em razão do capital disperso com a retomada do mercado de capitais.

Esse novo cenário gerou a necessidade de aprofundamento sobre questões de governança corporativa além do modelo tradicional focado nos acionistas controladores e minoritários. Silveira denomina o novo modelo de governança corporativa brasileiro de “emergente” e menciona diversas características, dentre as quais podemos mencionar, maior peso de empresas sob controle compartilhado, com diminuição da proporção de empresas familiares, definição mais clara dos diferentes papéis e limites entre conselho, diretoria e acionistas, conselheiros mais ativos, porém ainda sujeitos às preferências dos acionistas controladores e/ou executivo principal, maior preocupação com o estabelecimento de processos formais para gerenciamento de riscos corporativos e aprimoramento substancial das informações sobre o modelo e práticas de governança corporativa adotadas aos investidores externos, com divulgação de documentos de governança.<sup>80</sup>

## 3.2 Teorias relacionadas à governança corporativa

O presente subcapítulo abordará de forma introdutória algumas teorias acerca da governança corporativa, a fim de possibilitar a melhor compreensão do tema e a sua relação com o mercado de *private equity*, sem a pretensão de esgotá-lo.

### 3.2.1 Teoria da agência

Um dos objetos da governança corporativa é a relação entre acionistas e executivos no que concerne à gestão da companhia. O acionista, ou principal, detém de fato a propriedade da companhia, enquanto os executivos, ou gestores, são responsáveis por tomar decisões delegadas

---

<sup>79</sup> Ibid. p. 64.

<sup>80</sup> Ibid.

a eles pelos acionistas. Os conflitos e os custos oriundos dessa relação são objeto da teoria da agência.

Definimos uma relação de agência como um contrato pelo qual uma ou mais pessoas (o(s) principal(s)) contratam outra pessoa (o agente) para executar algum serviço em seu nome, que envolva a delegação ao agente de autoridade para tomar algumas decisões. Se ambas as partes da relação forem maximizadoras de empresas, há uma boa razão para se acreditar que o agente nem sempre agirá dentro dos melhores interesses do principal. O principal poderá limitar os afastamentos de seu interesse estabelecendo incentivos apropriados para o agente e contraindo custos de monitoramento destinados a limitar as atividades discrepantes do agente. Além disso, em algumas situações, ele pagará ao agente os recursos gastos (*bonding costs*) para garantir que ele não tomará certas medidas que poderiam prejudicar o principal ou para assegurar que o principal será compensado se ele tomar essas medidas. No entanto, é geralmente impossível para o principal ou para o agente assegurar a custo zero que o agente tomará as melhores decisões possíveis sob o ponto de vista do dirigente. Na maior parte das relações de agência o principal e o agente contraem custos positivos de monitoramento e *bonding costs* (tanto não monetários como monetários) e, além disso, haverá alguma divergência entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam o bem-estar do principal. O equivalente em dólares da redução de bem-estar sofrida pelo principal como resultado dessa divergência também é um custo da relação de agência e chamamos esse custo de “prejuízo residual”. Definimos os custos de agência como a soma de: 1. gastos de monitoramento pelo principal, 2. Gastos referentes a *bonding costs*, 3. prejuízo residual.”<sup>81</sup> (tradução nossa)

Nesse sentido, alguns elementos fazem parte da teoria da agência, sendo i) a relação de agência, a qual pode ser definida como um contrato em que o principal delega poder ao gestor para que ele administre o negócio em benefício do capital do principal; ii) o problema do agente vs principal, quando o gestor não age em prol do interesse do acionista; iii) os custos de agência, os quais englobam o monitoramento do agentes através de auditorias e implantação de sistema de monitoramento e controle, realizados pelo agente para assegurar ao principal que não praticará atos prejudiciais a ele (*bonding costs*); e eventuais perdas do principal como resultado de divergências de gestão com o gestor que poderiam aumentar as receitas do principal.<sup>82</sup>

Temporin ao citar Silveira, elucida que, de acordo com a teoria da agência, a governança corporativa poderia ser definida como um “conjunto de mecanismos de incentivos e controle que visa harmonizar a relação entre acionistas e executivos pela redução dos problemas de agência, numa situação de separação de entre propriedade e controle”. Para autora, com base nos conceitos dessa teoria, é possível verificar, ainda, problemas de agência em países que divergem do modelo anglo-saxão de propriedade pulverizada, como o Brasil, onde se pode

<sup>81</sup> JENSEN, Michael C.; MECKLING William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

<sup>82</sup> TEMPORIN, Ana Paula. Op. Cit. p. 68.

verificara estrutura de propriedade concentrada na participação ativa de poucos acionistas, residindo os problemas de agência “no papel dos grandes acionistas e credores perante os acionistas minoritários e o maior potencial de expropriação desses pelos primeiros”.<sup>83</sup>

### 3.2.2 Teoria dos *Stakeholders*

Boaventura, ao citar Donaldson e Preston, elucida que o termo *stakeholder* foi inicialmente empregado na área de administração em um memorando do *Stanford Research Institute* em 1963, em que se defende que os gestores deveriam compreender os interesses dos *stakeholders* e então desenvolver objetivos compatíveis com eles. O conceito de *stakeholder* empregado nessa publicação incluía acionistas, empregados, clientes, fornecedores, credores, e a sociedade<sup>84</sup>.

Na literatura, de acordo com Boaventura, a definição mais empregada é a de Freeman, a qual classifica os *stakeholders* como qualquer indivíduo ou grupo que possa afetar a obtenção dos objetivos da companhia e que também é afetado por esses objetivos, entendendo que os *stakeholders* têm direito legítimo sobre a organização<sup>85</sup>.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, em seu código das melhores práticas de governança corporativa, afirma que a governança se traduz no mecanismo pelo qual as “empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”. O mesmo Código afirma que as boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações, “alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum”.<sup>86</sup>

---

<sup>83</sup> Ibid.

<sup>84</sup> BOAVENTURA, João Maurício Gama; CARDOSO, Fernando Rodrigues; SILVA, Edison Simoni da; SILVA, Ralph Santos da. Teoria dos Stakeholders e Teoria da Firma: um estudo sobre a hierarquização das funções-objetivo em empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 11, n. 32, jul./set., 2009, pp. 289-307.

<sup>85</sup> Ibid.

<sup>86</sup> <sup>86</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. São Paulo: IBGC, 2015.

A noção de bem comum como um bem a ser perseguido pela companhia através das boas práticas de governança é decorrente de uma evolução da compreensão do fenômeno empresa que no século XXI, a partir de elementos fornecidos pelas doutrinas do capitalismo do valor compartilhado, do capitalismo consciente e do capitalismo de *Stakeholder*, e, no Brasil, a partir da Constituição de 1988 cuja lógica é no sentido de perseguir o fim das desigualdades e a função social da propriedade, pode-se compreender que o objetivo da empresa não deve ser considerado apenas auferir lucro para os seus sócios ou acionistas, e sim gerar valor para toda a comunidade onde está inserida. Nesse sentido, o Professor Vinicius Figueiredo Chaves assevera que “a empresa deve ser vista como a expressão de uma verdadeira instituição, um agente que interage constantemente na realidade social e que reúne diversos feixes de interesses, privados e públicos, os quais devem ser harmonizados”.<sup>87</sup>

Recentemente, a teoria dos *stakeholders* tem recebido destaque, principalmente após a emergência da pandemia mundial da COVID-19 causada pelo coronavírus SARS-CoV-2, a qual mobilizou todos os atores sociais a voltarem seus esforços para a superação conjunta das crises econômicas e sociais que a pandemia provocou e provoca, e, nesse sentido, as companhias de grande porte e faturamento enquanto instituições que exercem grande impacto em todo corpo social, a partir da coordenação do Estado,<sup>88</sup> devem voltar sua gestão para minimizar o máximo possível os danos causados pela doenças e pelas medidas de contenção adotadas na vida da população, assim como deve investir em negócios de grande impacto social positivo.

Antes mesmo da pandemia, o atores relevantes no mercado global davam sinais no sentido de assumir um compromisso com o papel da companhia para além do interesse dos acionistas. Em 2019, em um manifesto a *Business Roundtable*, organização que conta com CEOs de corporações como a Apple, amazon, J.P Morgan, entre outras gigantes corporações norte-americanas, assumiu o compromisso de entregar valor a todos os *stakeholders*, e afirmou que os acionistas seriam os últimos da fila de aproveitamento dos resultados das companhias que assinaram o manifesto.<sup>89</sup>

---

<sup>87</sup> CHAVES, V. A empresa do século XXI: valor compartilhado em tempos de um capitalismo consciente. *Amazon's Research and Environmental Law*, v. 2, n. 2, 28 maio 2014.

<sup>88</sup>CAVALCANTE, Carolina Miranda; CHAVES, Vinicius F. Estado, economia e direito em tempos de pandemia do coronavírus. opinião. *Consultor Jurídico*. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2020-abr-16/cavalcante-chaves-estado-economia-direito-pandemia#top>>. Acesso em: 26 jul. 2020.

<sup>89</sup> QUEZADA, Beatriz. Novo Capitalismo. *Capital Aberto*, São Paulo, n. 170, p. 12-16, 2019.



Ainda durante a pandemia, enquanto boa parte das empresas se empenhava em preservar fluxo de caixa e cortar gastos por meio de demissões de colaboradores e fornecedores, empresas que possuíam governança alinhada também aos interesses dos *stakeholders* agiram de forma diferente. Como exemplo pode-se citar a Black Rock, maior gestora de fundos do mundo que, de acordo com Beatriz Quezada, possui ativos de pelo menos 7 trilhões de dólares, a qual assumiu o compromisso de inserir aspectos de ESG<sup>90</sup> em seus fundos de investimento com gestão ativa até o final de 2020. No Brasil, um grupo de empresários norteados pelo mesmo viés, apoiados em linhas de crédito e política do governo de apoio aos trabalhadores criaram o movimento “#nãodemita”, o qual se comprometeram a segurar ao máximo as demissões com o objetivo de diminuir a curva de desempregados.<sup>91</sup>

### 3.2.3 Teoria da firma e dos custos de transação

A teoria da firma foi idealizada pelo autor britânico Ronald Coase, em 1937, no artigo *The nature of the firm*, onde defende que as “firmas” teriam surgido como uma estrutura de governança criada para reduzir os custos de transação contidos nas negociações econômicas, ao acionar o mercado, sendo o gestor o responsável por conduzir essa economia.<sup>92</sup>

Coase explica em seu artigo que as “firmas” teriam surgido como soluções para minimizar os custos de transação incorporados nas negociações econômicas, tais como custos de informações, custos contratuais, custos de agência, foco dos estudos sobre governança corporativa, etc. Segundo Silveira, na abordagem de Coase, as empresas e os mercados (sistema de preços) seriam substitutos entre alternativas diversas de coordenar o uso dos recursos.<sup>93</sup>

Para Temporin, A teoria dos custos de transação, por sua vez, foi desenvolvida por Oliver Williamson, o qual buscou identificar de forma os mercados, firmas e contratos lidavam com os as questões envolvendo as transações, desenvolvendo a partir daí o conceito de racionalidade limitada. Para o autor, a racionalidade limitada tem a ver com a incapacidade do indivíduo no ambiente econômico poder prever todas as contingências relacionadas às transações, o que faz com que a empresa seja considerada uma estrutura de governança antes de uma mera função de

<sup>90</sup> Sigla em inglês que significa *Environmental, Social and Governance*. Decisões de investimento com esse viés significa que o investidor busca investir em negócios com propósito, socialmente responsáveis.

<sup>91</sup> QUEZADA, Beatriz. O dia seguinte. **Capital Aberto**, São Paulo, n. 173, p. 22-26, 2020.

<sup>92</sup> TEMPORIN, Ana Paula. Op. Cit. p. 72.

<sup>93</sup> Ibid.

produção, assim como defende a possibilidade da existência da busca pelo interesse próprio, ou seja, um comportamento egoísta nas ações dos indivíduos.

Considerando todos esses elementos, o autor defende que a firma deve ser tratada como uma “estrutura de governança, na qual o objetivo é garantir uma coordenação que economize os custos de transação, reduzindo a incerteza, compensando os agentes da racionalidade limitada e protegendo-os do oportunismo.”<sup>94</sup>

### 3.2.4 O *private equity* e a teoria a Agência

Temporin faz uma interessante análise sobre a aplicação da teoria da agência às operações de *private equity*. De acordo com a autora, a teoria da agência tem sido a perspectiva dominante na relação entre os gestores dos fundos de *private equity* e empreendedores.

De acordo com essa análise, é possível observar os gestores de *private equity*, a depender de com quem se relacionam, podem exercer um papel da figura de agente ou de principal, sendo que na relação com os investidores atuam como agentes e na relação com as empresas investidas, atuam como principal.

No que concerne à relação entre os investidores e os fundos, o problema de agência se dá em relação à assimetria de informações em razão da vantagem informacional do gestor em razão do seu papel de reunir mais informações sobre o investimento, enquanto o papel do investidor, em regra, é fornecer o capital com poucas possibilidades de interferir na gestão do fundo. Para atenuar eventual conflito de interesses, é importante criar mecanismos para incentivar os fundos na busca por melhores resultados, em sintonia com os interesses dos investidores.<sup>95</sup>

A saída encontrada para dirimir os problemas de agência encontra-se, parte na própria estrutura organizacional das *limited partnerships* e, parte na confecção de contratos de longo prazo entre as partes. Em relação à estrutura das *limited partnerships*, algumas características contribuem para uma redução dos conflitos de interesses: (1) o fundo tem um prazo de vida finito pré-estabelecido no estatuto; (2) a liberação dos recursos é feita em etapas, conforme as oportunidades de negócios são aprovadas pelos *limited partners*; (3) o sistema de remuneração e compensação dos administradores está diretamente ligado ao desempenho do fundo; (4) para permanecerem no negócio, administradores de fundos de *private equity* precisam estar sempre abrindo novos fundos. E, captar recursos junto a investidores requer uma boa reputação no mercado.<sup>96</sup>

---

<sup>94</sup> Ibid. p. 73.

<sup>95</sup> Ibid. p. 75.

<sup>96</sup> Ibid. p. 75.

Por sua vez, entre os eventuais problemas de agência que podem estar presentes na relação entre os gestores dos fundos de *private equity* e as companhias investidas, pode-se citar o risco moral (*moral hazard*) e a seleção adversa (*adverse selection*). O risco moral pode ser considerado como a possibilidade de conduta reprovável na gestão da companhia, ou a redução do nível de comprometimento com o contrato realizado com o principal, em razão da assimetria de informações existente na relação. O risco de seleção adversa, por sua vez, também está relacionado à assimetria de informações, em um contexto em que as informações prestadas pela companhia ao investidor, em razão da assimetria, podem leva-lo a uma avaliação incorreta do valor da empresa<sup>97</sup>

Segundo Tykvova, a interação entre os gestores de capital risco e empresas investidas são caracterizadas por assimetria informacional, alto risco e incerteza. Após o ingresso do fundo de *private equity* no processo de investimento, o risco do negócio passa a ser compartilhado, o que pode gerar um problema de incentivo se o empreendedor não se esforçar como se todo o lucro fosse destinado exclusivamente a ele. Além disso, mesmo que o empreendedor conduza as atividades da melhor forma, o projeto pode falhar por circunstâncias diversas como, por exemplo, aplicação indevida dos recursos financeiros aportados. (...) Portanto, os problemas de agência relacionados à motivação e à coordenação dos empreendedores, no papel de agentes, podem ser considerados como custos de transação do investimento, cujo conceito já foi abordado acima. Para que tais problemas de agência sejam minimizados e que haja um alinhamento entre os interesses dos administradores da empresa investida e do fundo de *private equity*, faz-se necessário um conjunto de mecanismos internos e externos para harmonizar a relação entre as partes.

Ao citar Arthus e Busenitz, Temporin menciona que a teoria da agência leva a governa corporativa para o sentido de proteger o fundo de *private equity* do empreendedor que por falta do alinhamento de interesses poderia agir e em benefício próprio, no entanto, para os autores, esses conflitos podem fazer sentido antes da entrada do investimento, mas após o aporte dos recursos o alinhamento de interesses seria um decorrência lógica.

Portanto, no período pré-investimento a assimetria de informações entre as partes pode levar o empreendedor a agir de forma oportunística, tentando, por exemplo, supervalorizar os méritos e a viabilidade de seu projeto com o intuito de obter termos comerciais mais favoráveis, em geral, uma participação maior no investimento após o aporte de capital pelo fundo. No entanto, na medida em que o gestor do fundo de *private equity* realiza uma extensa diligência no negócio e todos os seus componentes, os potenciais problemas de agência podem ser mitigados, sobretudo em arranjos contratuais para o balizamento de questões comerciais e cláusulas de governança. Ademais, a participação ativa do gestor do fundo no processo decisório da empresa investida, bem como o monitoramento do investimento e seu desempenho podem também reduzir a probabilidade (*sic*) do risco moral por parte do empreendedor. Todas essas questões são endereçadas antes do ingresso do fundo, fazendo com que maioria

---

<sup>97</sup> Ibid.

dos problemas de agência seja minimizada antes do investimento havendo, portanto, um declínio dos potenciais problemas de agência ao longo da vida do investimento. Segundo os autores após o investimento, é pouco provável que o empreendedor aja de forma oportunística tendo em vista o alinhamento de interesses entre fundo e empreendedor que passa a existir.

### 3.3 Fundos de Investimento em participações e requisitos mínimos de governança corporativa das companhias investidas

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), “a governança corporativa surgiu para superar o conflito de agência, decorrente da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. Nesta situação o proprietário (acionista) delega a um agente especializado (executivo) o poder de decisão sobre a sua propriedade”.<sup>98</sup> Nesse sentido, a governança corporativa exerce um papel extremamente relevante no que tange à prevenção ou diminuição de problemas de agência, e por esse motivo, práticas governança devem ser observadas do início ao fim do investimento.

O gestor de *private equity* precisa endereçar os problemas de governança corporativa de uma empresa desde quando se reúne pela primeira vez como com a administração para considerar um investimento, até exatamente o momento em que uma saída completa do investimento tiver sido feita. Durante esse período inteiro de interação com a empresa, o que pode durar de três a cinco anos ou mais, o gestor de *private equity* poderá se envolver, através de sua participação na diretoria e do engajamento com a administração, em uma ampla variedade de atividades administrativas que varia dos exercícios costumeiros – como validação do plano de negócios da administração, assessoria à administração para tornar o conselho mais eficaz ou melhoria dos relatórios financeiros e sua divulgação – a tarefas incomuns, como investigar irregularidades financeiras ou ajudar a administração na reestruturação corporativa ou nas aquisições. Dessa forma, em virtude de seu horizonte mais longo de investimentos, de uma participação frequente no conselho de administração e de um contínuo engajamento com a administração, os gestores de (*sic*) *private equity* são especificamente posicionados para desempenhar um papel catalisador na promoção de práticas seguras de administração. (tradução nossa).<sup>99</sup>

A Instrução nº 578 da CVM, após dispor acerca do conceito de fundo de investimento em participação, determina que os fundos devem participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na sua política estratégica e na sua gestão, sendo que a participação no processo decisório poderá ocorrer por meio da detenção de ações que integrem o bloco de controle, pela celebração de acordo de acionistas, ou pela celebração de qualquer

---

<sup>98</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Página inicial. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Home.aspx>. Acesso em: 04 set. 2020.

<sup>99</sup> TEMPORIN, Ana Paula. Op. Cit.

contrato, acordo, negócio jurídico ou a adoção de outro procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política e gestão, inclusive por meio da indicação de membros do conselho de administração.

A referida instrução, em seu artigo 8º, determina que as companhias fechadas destinatárias dos recursos dos fundos que devem seguir práticas mínimas de governança corporativa, tais quais a proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência dos títulos em circulação; o estabelecimento de um mandato unificado de até dois anos para todo o conselho de Administração quando houver; a 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; adesão a câmara de arbitragem para a resolução de conflitos societários; e, no caso de obtenção de registro de companhia aberta categoria A, obrigar-se perante o fundo a aderir o segmento especial de bolsa de valores ou de entidade de balcão organizado que assegure práticas diferenciadas de governança; e, por fim, a auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

Tais condições mínimas de governança mencionadas, conforme explicitado ao longo do trabalho, tem como objetivo assegurar que as companhias investidas pelos FIPs atuem com um nível de governança que resguarde minimamente os investidores e valorize os investimentos.

Em relação às sociedades de capital aberto, conforme pode ser observado no inciso V do dispositivo supramencionado, a CVM determina a obrigatoriedade de adoção de seguimento especial da bolsa de Valores, referindo-se aos seguimentos especiais de listagem na B3: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, Bovespa Mais e Bovespa Mais 2.

No Nível 1, as companhias assumem o compromisso de exercer padrões mínimos de governança, em especial, normas acerca da dispersão acionária e melhoria na prestação do mercado. Dentre as regras desse segmento destacam-se:<sup>100</sup>

---

<sup>100</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. p. 659.

- i) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- ii) realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- iii) melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- iv) cumprimento de regras de divulgação de informações em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- v) divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*; e
- vi) disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

No nível 2, o rol de práticas de governança governa inclui as regras do nível e acrescenta mecanismos que visam assegurar direitos adicionais aos acionistas minoritários, qual seja:

- i) mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;
- ii) extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*);
- iii) direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo e outros assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia;
- iv) obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível 2; e
- v) adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.

O Novo Mercado, é o seguimento com regras de governança mais rigorosas, podendo citar<sup>101</sup>:

- i) O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto;
- ii) No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço (*tag along* de 100%);
- iii) Em caso de listagem ou cancelamento do contrato com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;
- iv) O Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos;
- v) A companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação (*free float*);

O seguimento Bovespa Mais segue os mesmos princípios do Novo Mercado em termos de boas práticas de governança corporativa, mas os requisitos de listagem do índice é são mais adequados a empresas que desejam ingressar no mercado de capitais de forma gradativa.

A segmentação entre Novo Mercado e Bovespa Mais facilita a identificação, por parte dos investidores, de um conjunto de empresas que adotam elevados padrões de

---

<sup>101</sup> Ibid.

governança corporativa e, ao mesmo tempo, estão em fase de crescimento e ampliação de liquidez.

(...)Todas as regras de listagem do Bovespa Mais são compatíveis com as do Novo Mercado. Assim, as empresas que se listam no Bovespa Mais tendem a migrar naturalmente para o Novo Mercado à medida que diversificam sua base acionária, embora tal migração não seja obrigatória.

O Bovespa Mais Nível 2, por sua vez, é similar ao Bovespa Mais, mas com algumas exceções:

O Bovespa Mais segue os mesmos princípios do Novo Mercado em termos de boas práticas de governança corporativa. No entanto, os requisitos de listagem do Bovespa Mais são mais adequados a empresas que desejam ingressar no mercado de capitais de forma gradativa. A segmentação entre Novo Mercado e Bovespa Mais facilita a identificação, por parte dos investidores, de um conjunto de empresas que adotam elevados padrões de governança corporativa e, ao mesmo tempo, estão em fase de crescimento e ampliação de liquidez.

(...) Todas as regras de listagem do Bovespa Mais são compatíveis com as do Novo Mercado. Assim, as empresas que se listam no Bovespa Mais tendem a migrar naturalmente para o Novo Mercado à medida que diversificam sua base acionária, embora tal migração não seja obrigatória.

Pode-se perceber, portanto, que os seguimentos Bovespa mais são parecidos com o Novo Mercado, mas se apresenta como alternativa para companhias que pretendem ingressar gradativamente no mercado de capitais. Dentre as regras de governança pode-se citar<sup>102</sup>:

- i) Emissão apenas de ações ordinárias;
- ii) Mandato unificado de 2 (dois) anos dos membros do Conselho de Administração;
- iii) Em caso de alienação de controle, todos os titulares de ações têm direito de vendê-las nas mesmas condições obtidas pelo controlador (*tag along*);
- iv) Realização oferta pública de aquisição (OPA) de ações em circulação, no mínimo pelo valor econômico, nos casos de saída do segmento ou de cancelamento de registro de companhia aberta; e
- v) Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) para a solução de conflitos societários.

Vale mencionar, ainda, o Código ABVCAP/ANBIMA. Visando auxiliar o desenvolvimento da governança corporativa no que tange à indústria de *private equity*, a Associação Brasileira de Private Equity e *Venture Capital* (ABVCAP) e a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) elaboraram o Código de Regulação e Melhores Práticas para o mercado de Fundos de Investimento em Participações (FIPs), e outros e Fundos, como o fundo de Investimento em Empresas Emergentes (FIEEs), Fundos de Investimento em Cotas de FIPs e/ou FIEEs. A aderência das disposições do Código

---

<sup>102</sup> Ibid.

é obrigatória para membros de ambas as instituições, e pode ser facultada a companhias que não associadas que administrem ou façam a gestão de carteiras de FIP e/ou FIEE.<sup>103</sup>

Entre os objetivos do Código, pode-se mencionar, em linhas gerais, que objetiva promover maior transparência; padronizar as práticas e processos; manter padrões éticos; institucionalizar práticas equitativas; elevar os padrões fiduciários e promover as melhores práticas do mercado, visando estar alinhado a referências nacionais e internacionais.

Dentre as mudanças mais significativas que o referido Código implementou, pode-se mencionar a criação de uma classificação dos FIPs e FIEEs, restrito e diversificado, o Conselho de supervisão e de tipos que os fundos se enquadram.<sup>104</sup>

É considerado como restrito o FIP/FIEE em que 50% ou mais do total de cotas emitidas pelo fundo sejam detidas por um único cotista; por cotistas que sejam cônjuges, companheiros ou que possuam entre si grau de parentesco até o 4º grau; ou ainda por cotistas que pertençam a um mesmo grupo ou conglomerado econômico. Já os FIP/ FIEE diversificados são aqueles constituídos por uma pluralidade de cotistas. Além disso, o FIP/FIEE poderá ser do tipo 1, 2 ou 3, de acordo com a constituição do comitê de investimentos prevista em seu regulamento. Será classificado como tipo 1 o fundo cujas normas preveem um comitê formado por representantes indicados pelos cotistas do fundo, e como tipo 2 aquele com comitê por profissionais integrantes da administração ou da gestão do fundo. O tipo 3 se refere à classificação dos fundos que não possuem comitê de investimentos.

Nos fundos que se enquadram nos tipos 1 e 3 é facultativa a criação de um Conselho de Supervisão. Tal órgão tem a função de ratificar as decisões do comitê de investimentos em situações de conflitos de interesses, de remarcação dos preços ou reavaliação dos ativos do fundo após o investimento inicial. Os membros do conselho serão eleitos na assembleia geral de cotistas.

O código ABVCAP/ANBIMA estabelece restrições para a composição dos comitês de investimento dos fundos, sendo uma tarefa reservada a quem preencha os seguintes requisitos: (i) possuir graduação em curso superior, em instituição reconhecida oficialmente no país ou no exterior; (ii) possuir, pelo menos, 3 (três) anos de comprovada experiência profissional em atividade diretamente relacionada à análise ou à estruturação de investimentos, ou ser especialista setorial com notório saber na Área de Investimento do Fundo; (iii) possuir disponibilidade e compatibilidade para participação das reuniões do Comitê de Investimentos; (iv) assinar termo de posse atestando possuir as qualificações necessárias para preencher os requisitos dos estabelecidos pelo Código ABVCAP; e (v) assinar termo de confidencialidade e termo se obrigando a declarar eventual situação de conflito de interesses sempre que esta venha

---

<sup>103</sup> Ibid. p. 660.

<sup>104</sup> Ibid. p. 661.



a ocorrer, hipótese em que se absterá não só de deliberar, como também de apreciar e discutir a matéria<sup>105</sup>.

---

<sup>105</sup> Ibid. p. 660.

## **CAPÍTULO 4 – FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÃO E OS MODELOS DE GESTÃO ATIVA E PASSIVA DO INVESTIMENTO EM COMPANHIAS ABERTAS**

### **4.1 Fundos de investimento em participação e a faculdade de exercer ou não efetiva influência na gestão das companhias listadas na bolsa**

Conforme mencionado nos capítulos anteriores, o art. 5º da Instrução CVM nº 578/2016 determina que os FIP devem participar do processo decisório da companhia investida, exercendo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

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.

A partir da leitura desse dispositivo, percebe-se que o requisito para que o FIP possa realizar seus investimentos continua a ser, como regra, a participação nos processos decisórios da companhia. Ocorre que, em se tratando de companhias abertas, a referida Instrução prevê a possibilidade de que o FIP possa investir sendo facultada a intervenção na gestão da companhia investida desde que a companhia investida esteja listada em seguimento especial de negociação e esteja comprometida por meio de vínculo contratual a seguir padrões de governança corporativa mais elevados do que os previstos na lei.

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.

Nesse sentido, a Instrução permite que o FIP invista sem necessariamente intervir na política de gestão de companhias que estejam listadas em seguimento especial na bolsa, e que assegure, através de contratos, padrões de governanças ainda mais estritos que o exigido por

lei, desde que corresponda até, no máximo, 35% de seu patrimônio líquido. O limite de 35% será aumentado para 100% enquanto durar o prazo de aplicação dos recursos, estabelecido em até seis meses contados de cada um dos eventos de integralização de quotas previstos no compromisso de investimento. Além disso, este limite de 35% não se aplica no período de desinvestimento do fundo em cada companhia investida<sup>106</sup>.

É por meio da divulgação de fatos relevantes ao mercado, conforme estabelece o artigo 12, parágrafo 4º, da instrução CVM nº 358 de 03 de janeiro de 2002, que os Fundos de Investimento em Participação que investem em empresas listadas no seguimento especial da bolsa comunicam ao mercado que pretendem ou não exercer a faculdade de participar da gestão da companhia.

Como o presente trabalho abordou, é de interesse dos FIPs participar dos processos decisórios da companhia, pois os fundos são os principais interessados em uma performance satisfatória empresa tendo em vista que o bom ou mau desempenho da companhia diretamente nos lucros do fundo e o valor da participação societária que o fundo espera, no melhor momento, alienar e lucrar com base na diferença entre o valor da aquisição e da alienação.

No seguimento especial da Bolsa, o FIP tem a prerrogativa de exercer papel ativo na gestão das companhias investidas ou não, podendo apenas aportar o investimento, sem a pretensão de participar efetivamente das decisões da companhia.

Visando abordar as formas de gestão ativa e passiva de forma mais elucidativa, o presente trabalho vai se debruçar a seguir sobre os investimentos realizados por 03 fundos de *private equity diferentes* na YDUQS Participações S/A, Estácio, conforme divulgação de comunicação ao mercado, com o objetivo de visualizar exemplos práticos sobre gestão ativa e passiva de investimento.

A origem do grupo Estácio, em apertada síntese, remonta à década de 70, com a criação da Faculdade de Direito Estácio de Sá, a partir da inclusão de novos cursos, atingiu em 1988 o status de Universidade. O grupo começou a expandir criando diversas unidades no Estado do

---

<sup>106</sup> ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE *PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL* (ABVCAP). **Estrutura legal dos fundos de *private equity* e *venture capital* no brasil.** p. 07. Disponível em: <<https://abvcap.com.br/Download/Estudos/2727.pdf>>. Acesso em: 8 nov 2020.

Rio de Janeiro, e em 1998 iniciou sua expansão para o resto do país. Em 2000, a universidade iniciou programas de pós graduação, mestrado e doutorado e em 2006 programas internacionais foram desenvolvidos.

O processo de transformar o Grupo Estácio em uma instituição com fins lucrativos começou em 2007, após a promulgação da Lei nº 9.394/1996, diretrizes e bases da educação no Brasil, a qual permitiu que sociedades do ramo educacional pudessem deixar de atuar como sociedades civis sem fins lucrativos para atuar com a finalidade lucrativa. Em 2007 a Estácio se tornou sociedade anônima de capital aberto, ocasião em que ocorreu o primeiro IPO da Estácio na Bolsa, e, em 2008, a Moena Participações S/a e o gestor de fundos de *private equity* GP Investments<sup>107</sup>, por meio do GP Capital Partners IV LP) adquiriram 20% de participação social da Estácio, obtendo o controle da empresa.

Em 2007, ocorreu primeiro IPO na B3, e em 2010 ocorreu a oferta pública secundária e primária de ações no valor de R\$ 685,6 milhões de ações vendidas pelos fundadores e emissão de 3,2 milhões de ações, elevando do *free float* para 76%<sup>108</sup>. Em 2013 ocorreu a oferta pública de distribuição primária e secundária de ações ordinárias de emissão da companhia, sendo 3.614.913 ações vendidas pela *Private Equity Partners C, LLC* e GPCP4, e 14.687.100 ações emitidas pela companhia ao preço de R\$ 42,00 por ação, somando o total de R\$ 768,7 milhões. Em 2019 houve a criação da marca YDUQS, holding detentora da marca Estácio.

Atualmente a YDUQS é listada no Novo Mercado da B3 sob o código de negociação “YDUQ3” e suas ADRs<sup>109</sup> negociadas no mercado norte-americano sob o código “UDUQY”, características que permitem compreender que a companhia possui sofisticado padrão de governança corporativa.

A Instrução CVM nº 358/2002<sup>110</sup>, regula a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, os quais são considerados para efeito da instrução como qualquer decisão de acionista

---

<sup>107</sup> DEMARIA, Cyril; SASSO, Rafael. **Introdução ao Private Equity**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p.380.

<sup>108</sup> YDUQS. **Histórico e perfil corporativo**. Disponível em: <<https://www.yduqs.com.br/show.aspx?idCanal=U/ccuSh0iht1/mEX/ez1ng==>>. Acesso em: 10 nov. 2020.

<sup>109</sup> ADR é uma sigla para *American Depositary Receipt*, são recibos de ações emitidos nos EUA para negociar ações de empresas de fora do país na Bolsa de Nova York.

<sup>110</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM 358. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta,

controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, assim como o rol do art. 2º da Instrução, ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável na gestão da companhia.

Diante disso, para ilustrar o inicialmente um exemplo de gestão passiva exercida por um fundo de investimento em participação, vale a pena mencionar a operação de aquisição de participação da Yduqs pela *Coronation Fund Managers Ltd.* Foram diversos os investimentos que esse fundo realizou da Estácio, podendo mencionar comunicados ao mercado datados, por exemplo, de 13/05/2019, 22/03/2019, 29/01/2019, 22/10/2019, havendo, ainda vários outros comunicados<sup>111</sup>. Em todos eles, o fundo se manifestou de maneira a evidenciar que não possui qualquer interesse em exercer o controle da companhia, optando apenas por exercer o investimento passivamente, no seguinte sentido:

iii) O objetivo das participações societárias acima é estritamente de investimento, não tendo por objetivo alterar o controle ou a estrutura de gestão da Estácio; iv) não houve concordância com quaisquer contratos ou acordos que regulem o exercício do direito de voto ou a compra e venda ou valores mobiliários de emissão da Estácio (tradução nossa).<sup>112</sup>

Semelhante ao exemplo supracitado, pode-se mencionar a gestão de investimento da *Alliance Bernstein L.P.* (“Alliance Bernstein”) na Estácio, a qual por meio de comunicados ao mercado realizado em 17 de dezembro de 2020, deixou bem claro o objetivo não participar das decisões da companhia:

iii) o objetivo das participações acionárias acima mencionadas é estritamente de investimento, não objetivando alteração no controle acionário ou da estrutura administrativa da Estácio, e iv) não foram celebrados pelas companhias quaisquer

---

estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 28 jan. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>>. Acesso em: 10 nov. 2020.

<sup>111</sup> YDUQS. **Comunicado ao Mercado - Alienação de Participação Acionária Relevante – Coronation.**

Disponível em: <<https://www.yduqs.com.br/ListGroup.aspx?idCanal=xzyfPuNv+j+iLpg6rec3zA==&ano=2020>>. Acesso em: 10 nov. 2020.

<sup>112</sup> iii) The goal of the equity interest above is strictly for investment, and does not have the objective of changing the control or the management structure of Estacio; iv) coronation has not agreed to any contracts or agreements that regulate the exercise of voting rights or the purchase and sale or securities issued by Estacio.

contratos ou acordos que regulem o exercício de direito de voto ou a compra e venda de valores mobiliários emitidos pela Estácio.<sup>113</sup>

Percebe-se, portanto, que, no mercado, a gestão passiva exercida pelo FIP é comum e pertinente, principalmente se observada sob a ótica da diminuição dos custos de transação, tendo em vista que a negociação dos acordos e contratos que poderiam viabilizar a participação dos FIPs na gestão das companhias investidas, envolve o custo do trabalho de muitos colaboradores, assim como o custo da gestão do recursos.

Além disso, a porcentagem de participação societária é um dos fatores relevantes para a tomada de decisão do FIP quanto à possibilidade de exercer ou não a parte da gestão da companhia. Nos exemplos mencionados, o maior investimento totalizava 5,9% do capital social da companhia investida, motivo que pode ter sido um dos fatores que levou a gestora do fundo a acreditar que não haveria necessidade de participar da gestão.

Obviamente, conforme abordado no decorrer do trabalho, os FIPs que investem em empresas listadas no seguimento especial da B3 têm a faculdade de participar ou não da gestão da companhia, em razão delas praticarem um bom nível de governança na condução dos negócios, motivo que, conforme já abordado, diminui o risco dos investimentos.

Em relação ao exercício da gestão ativa pelos FIPs, pode-se mencionar como exemplo a aquisição de 20% do capital social da Estácio pela Moena Participações S.A., diretamente controlada pela gestora de fundos de *private equity* GP Investments Ltd. (através do GP Capital Partners IV, LP), em 10 de maio de 2008, obtendo o controle da companhia, comunicada ao mercado em 11 de maio de 2008<sup>114</sup>.

Na nota de divulgação da transação para o mercado como fato relevante, o fundo menciona que a estrutura de investimento acordada entre as partes garante à adquirente o

---

<sup>113</sup> YDUQS. **Comunicado ao mercado - Alienação de Participação Acionária Relevante - Alliance Bernstein.** Disponível em: <<https://www.yduqs.com.br/ListGroup.aspx?idCanal=xzyfPuNv+j+iLpg6rec3zA==&ano=2020>>. Acesso em: 10 nov. 2020.

<sup>114</sup> YDUQS. **Fato Relevante - Contrato de Compra e Venda de Ações com a GP Investimentos.** Disponível em: <<https://www.yduqs.com.br/listgroup.aspx?idCanal=xzyfPuNv+j+iLpg6rec3zA==&pagina=18>>. Acesso em: 10 nov. 2020.

controle compartilhado da Estácio, alegando que em sede de celebração de acordo de acionistas ficou pactuado que a adquirente teria, entre outros direitos, o de representatividade no Conselho de Administração equivalente a dos fundadores; o direito de participação da escolha dos executivos da companhia e as remunerações, assim como o direito de deliberar a aprovação do orçamento anual e de aquisições que poderiam ser feitas pela Estácio.

#### **4.2 Considerações acerca do acordo de acionistas e da participação no conselho de administração como forma de gestão ativa dos FIPs**

Os fundos de Investimento em Participação, ou fundos de *private equity*, fazem parte do grupo de investidores institucionais e possuem uma grande quantidade de recursos para investir, o que lhes possibilita diminuir o risco dos investimentos ao adquirir participação minoritária em diversas companhias e permanecer nelas de médio a longo prazo até que seja vantajoso alienar a participação societária e lucrar com a transação. Essas características fazem com que os fundos em regra se interessem pela governança das companhias investidas, principalmente tendo em vista que companhias com melhor estrutura de governança são vistas com bons olhos pelos investidores e quanto mais a companhia for valorizada, mais lucrativo será o investimento feito pelos fundos.

De acordo com a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, os fundos de investimento ao exercerem posturas ativas na gestão das empresas causam impacto positivo por contribuírem para a melhoria das práticas de governança, resultando na alocação eficiente de recursos e maior eficiência econômica.

O modelo comercial de negócios das empresas de *private equity* e dos fundos ativistas de *hedge fund* pode ser resumido como a busca o aumento do valor de mercado de seu capital agregado por meio de um engajamento ativo individual com companhias de capital aberto. Esse engajamento pode incluir pedidos de mudanças na administração, na composição do conselho de administração, nas políticas de dividendos, na estratégia da empresa, na estrutura do capital da empresa e nos planos de aquisição/alienação, que são normalmente considerados assuntos de governança corporativa. O investidor poderá também privatizar uma empresa de capital aberto por um período de reestruturação antes de torná-la novamente de capital aberto ou vendê-la a uma outra empresa.<sup>115</sup> (tradução nossa)

---

<sup>115</sup>ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **The implications of alternative investment vehicles for corporate governance: a synthesis of research about private equity firms and “activist hedge funds”**. Disponível em: <<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/39007051.pdf>>. Acesso em: 05 nov. 2020.

Dentre os instrumentos que podem ser utilizados pelos fundos para viabilizar o exercício da gestão ativa a ser desempenhada, pode-se mencionar, entre outros, a celebração de acordos de acionistas, a participação no conselho de administração pactuando sobre esse interesse desde as primeiras negociações com a companhia.

O acordo de acionistas é um contrato utilizado por acionistas de sociedades anônimas para disciplinar relação de reciprocidade entre sócios quanto aos exercícios dos direitos sociais.<sup>116</sup>

Na indústria de *private equity*, o acordo de acionistas é de grande importância, sobretudo naquelas estruturas em se configura uma participação societária minoritária do FIP, pois viabiliza o estabelecimento de direitos diferenciados dos fundos nas companhias investidas, como por exemplo, o direito de influenciar na administração, nomeando membros do conselho de administração e da diretoria, veto em determinadas deliberações, *tag along*, *drag along*, etc.

O acordo de acionistas é regulado pela Lei das Sociedades por Ações, em seu artigo 118, podendo tratar acerca seguintes matérias: (i) compra e venda de ações; (ii) preferência para adquiri-las; (iii) exercício do direito a voto; ou (iv) exercício do poder de controle.<sup>117</sup>

De acordo com Temporin, no que tange às operações de *private equity*, as cláusulas geralmente encontradas em acordos de acionistas são cláusulas de defesa e de bloqueio. Em relação às cláusulas de defesa, estas tem por objetivo proteger o acionista minoritário e incluir disposições em que o controlador se obriga a não votar matérias específicas sem o aval dos acionistas minoritários, ou a votar em determinada orientação em matérias determinadas, podendo versar, inclusive, acerca da participação do grupo minoritário em órgão administrativo da companhia.<sup>118</sup>

Acerca do poder de veto, a Temporin citando ABDI e a FGV destacam alguns eventos predominantes no rol de decisões que podem ser vetados pela organização gestora no papel de minoritária em acordos de acionistas celebrados no âmbito da indústria de *private equity* brasileira, dentre as quais pode-se citar: orçamento de investimentos, orçamento anual,

---

<sup>116</sup> TEMPORIN, Ana Paula. Op. Cit. p. 92.

<sup>117</sup> Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.

<sup>118</sup> TEMPORIN, Ana Paula. Op. Cit. p. 96.



endividamento, planejamento estratégico, pagamento de bônus a executivos, contratação de pessoas-chave.<sup>119</sup>

Entre as cláusulas de bloqueio mais utilizadas, Temporin menciona as cláusulas de *Tag along*; *Drag along*; *Direito de preferência em aumentos de capital (preemptive rights)*; Cláusula de *lock up*; *Full ratchet clause* (direito de não diluição), as quais podem ser compreendidas da seguinte forma

i) *Tag along*: direito de venda conjunta que assegura a um acionista o direito de aderir à venda de ações de outro acionista a terceiro, pelas mesmas condições. Esse direito beneficia os acionistas minoritários, pois impede os majoritários de vender o controle da companhia e receber individualmente um valor adicional na operação. O *tag along* está previsto na Lei das Sociedades por Ações (artigo 254-A), o qual prevê que no caso de alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta, o adquirente está obrigada a realizar uma oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar; ii) *Drag along*: esse direito permite aos acionistas majoritários obrigar os acionistas minoritários (*sic*) a aderirem à venda das ações do acionista titular do direito, nas mesmas condições negociadas. Segundo Ilha, trata-se de um direito bastante utilizado pelos investidores de risco na América Latina, pois dá flexibilidade ao gestor do fundo para realizar a saída do investimento por meio da venda da totalidade das ações da companhia a um comprador estratégico; iii) *Direito de preferência em aumentos de capital (preemptive rights)*: consiste no direito de o acionista manter sua participação societária no caso de aumento de capital na companhia. Tal direito encontra-se previsto no artigo 171 da Lei das Sociedades por Ações. Como um desdobramento do direito de preferência, o *right of first refusal* também pode ser estabelecido pelas partes, e refere-se ao direito de o acionista comprar, proporcionalmente à sua participação na companhia, as ações oferecidas por qualquer um dos acionistas a um terceiro, no mesmo preço e condições oferecidos ao terceiro; iv) *Cláusula de lock up*: estabelece o prazo em que é vedado o ingresso de qualquer terceiro na companhia, assim como a transferência de ações entre os próprios acionista; v) *Full ratchet clause* (direito de não diluição): essa cláusula refere-se à obrigação de o acionista controlador compensar o acionista minoritário na hipótese de diluição injustificada de sua participação societária em novos aumentos de capital ou em venda de participação acionária pelo controlador a preço por ação mais baixo que o pago pelo minoritário no seu investimento origina.

Em relação ao Conselho de Administração, pode-se mencionar que se trata de um dos principais mecanismos de alinhamento de interesses entre acionistas, investidores e administradores, e, na indústria de *private equity*, a presença de representantes da gestora do fundo na composição do conselho de administração, é considerado um fator relevante para uma boa governança corporativa e geração de valor.<sup>120</sup>

---

<sup>119</sup> Ibid.

<sup>120</sup> Ibid. p. 98.

De acordo com Verçosa, o conselho de administração pode ser compreendido como “um órgão de deliberação colegiada, ou seja, funciona tão somente a partir das propostas apresentadas e aprovadas em reunião devidamente convocada e instalada, relativamente às matérias de sua competência”.<sup>121</sup> De acordo com o art. 142 da Lei 6.404/76, compete ao conselho de administração desempenhar as seguintes funções:

Art. 142. Compete ao conselho de administração:

- I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
- II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;
- III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;
- IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;
- V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;
- VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;
- VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição
- VIII - autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo permanente, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros;
- VIII - autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não-circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros;
- VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros;
- IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

No que tange à importância do conselho de administração para o mercado de *private equity*, Carvalho, Riberito e Furtado asseveram que:

No processo de monitoramento e adição de valor (ou simplesmente acompanhamento das investidas), a participação nos conselhos de administração (CA) é uma das atividades mais importantes. É por meio do CA que o investidor pode interferir nos rumos da empresa, aconselhando-a estrategicamente. Ao participar de diversos CAs, os gestores ganham experiência estratégica em negócios com perfil diferente. Isso pode reverter positivamente para todas as empresas em que o gestor participa. Por exemplo, estratégias adotadas em uma empresa podem ser úteis na definição de estratégias de outra empresa; dificuldades vivenciadas em um negócio podem facilitar a antecipação ou a solução de problemas em empresas com características semelhantes; e certas informações sobre mercado podem ser importantes para mais de uma empresa investida. Quantitativamente, o controle de um número elevado de assentos no conselho permite maior interferência nos rumos da empresa. Qualitativamente, podem ser citadas todas as atividades de assessoria prestadas pelos conselheiros (aconselhamento, definição de estratégias etc.) e, sobretudo, a

---

<sup>121</sup> Conforme: NEVES, Sillas Battastini. **Acordos de acionistas: as cláusulas de acordos de bloqueio**. Disponível em: <<http://zna.adv.br/acordo-de-acionistas-as-clausulas-dos-acordos-de-bloqueio/>>. Acesso em: 08 nov. 2020.

implementação das práticas de equidade, responsabilização e transparência inerentes às boas práticas de governança corporativa.<sup>122</sup>

Percebe-se, portanto, que o acordo de acionistas e a participação no conselho de administração, se apresentam como formas utilizadas pelos fundos de *private equity* de gestão ativa que viabilizam a efetiva influência nas companhias investidas.

---

<sup>122</sup> TEMPORIN, Ana Paula *apud* CARVALHO, Antonio Gledson de; RIBEIRO, Leonado de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital - Primeiro Censo Brasileiro**. São Paulo: Editora FGV EAESP Centro de Estudos em Private Equity, 2005. p. 75. Disponível em: <[http://gvcepe.com/site/wpcontent/uploads/2011/12/A\\_INDUSTRIA\\_DE\\_PRIVATE\\_EQUITY\\_EVENTURE\\_CAPITAL\\_PRIMEIRO\\_CENSO\\_BRASILEIRO.pdf](http://gvcepe.com/site/wpcontent/uploads/2011/12/A_INDUSTRIA_DE_PRIVATE_EQUITY_EVENTURE_CAPITAL_PRIMEIRO_CENSO_BRASILEIRO.pdf)>. Acesso em: 02 nov. 2020.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho objetivou analisar a relação que se estabelece entre os fundos de investimento em participação societária e as companhias investidas, assim como as estruturas de governança que se estabelecem a depender do modelo de gestão adotado pelos fundos de investimentos.

O Fundo de Investimento em Participações se apresenta como um instrumento utilizado para que investidores reúnam recursos financeiros destinados a investimentos em companhias abertas, fechadas ou sociedades limitadas que necessitam de aporte financeiro para se desenvolver, assim como se trata de investimento em renda variável constituído sob a forma de condomínio fechado, em que as cotas somente são resgatadas ao término de sua duração ou quando é deliberado em assembleia de cotistas a sua liquidação. As operações de *private equity* são operações arriscadas em que investidores, através de um fundo, aplicam recursos a médio ou longo prazo em companhias com potencial de valorização para que fundo, ao se retirar da sociedade, possa lucrar com a alienação da participação societária por um valor superior pactuado no momento da aquisição.

No capítulo 1, foi possível verificar que as operações de *private equity* ocorrem no mercado financeiro em sua subdivisão de moeda, capitais e câmbio, e, mais especificadamente, no seguimento de capitais, caracterizado como um seguimento do mercado financeiro em que as companhias podem captar recursos diretamente dos investidores sem a necessidade de obter empréstimos bancários. O mercado de capitais brasileiro começou a ter relevância a partir dos anos 60, após a implementação de políticas de estabilização monetária e da revogação da lei da usura, evoluindo posteriormente para se tornar um ambiente que permite a negociação de valores mobiliários. Pode-se citar como exemplo da produção legislativa que impulsionou o mercado de capitais brasileiro, a criação da Lei das Sociedades por Ações e a criação da comissão de valores mobiliários nos 70, assim como, e principalmente, a Instrução nº 1.289/87 do conselho Monetário Nacional que abriu a economia brasileira para o investimento estrangeiro, e possibilitou que companhias nacionais investissem em empresas estrangeiras no mercado externo.

Ademais, pode-se concluir pelo capítulo 1, que o grande complemento para impulsionar o mercado de capitais brasileiro, atrelado às medidas anteriores, foi a abertura do mercado para

o investimento estrangeiro, somado à política de privatizações do Governo Federal nos anos 90. Posteriormente, em 2001, a Lei nº 10.303/01 criou o Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 de governança corporativa, o que imprimiu maior confiabilidade ao mercado brasileiro, tendo em vista que as empresas listadas nesses seguimentos devem cumprir como requisito ter um bom nível de governança corporativa, com base em critérios legais.

Por fim, o capítulo 1 identificou que além da regulação estatal, o mercado começou a se autorregular, por meio de agentes como, por exemplo, a Bovespa, atual B3, que criou o Índice de Governança Corporativa (IGC) e adotou, conforme supramencionado, os seguimentos de governança Novo Mercado, Nível 1 e Nível, cuja carteira é composta por ações de empresas reconhecidas pelo bom nível das práticas de governança; e da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados financeiro e de Capitais (ANBIMA), que entre outras contribuições, editou junto à Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP) o Código ABVCAP/ANBIMA de melhores práticas para o mercado de fundos de investimento em participações, o que contribuiu para a valorização dos ativos das companhias que operavam nesses seguimentos e adotava os códigos de autorregulação podendo-se concluir que a governança corporativa é um ativo que agrega valor às companhias.

O capítulo 2 procurou analisar os fundos de investimento de uma maneira abrangente, tornando possível concluir que a Lei nº 13.874/2019, Lei da Liberdade Econômica, alterou o Código Civil para, entre outras alterações, caracterizar os fundos de investimento como condomínio de natureza especial com o fito de por fim a um debate doutrinário sobre a natureza condominial ou societária dos fundos, e a lei aplicável, vedando a aplicação das leis dos condomínios civis aos fundos de investimento.

Além disso, o capítulo 2 responde a pergunta sobre como os fundos de *private equity* são estruturados, abordando as características dos fundos de investimento em participação, seu arcabouço regulatório, concluindo que os FIPs foram criados no Brasil através da Instrução CVM nº 391/2003 com o objetivo específico de viabilizar essa indústria. Foi possível verificar, ainda, que em 2019, o capital total comprometido da indústria alcançou o patamar de R\$170,3 bilhões, o que ressalta a importância da indústria para a economia nacional. O capítulo conclui que o fundo de investimento em participação tem se mostrado o melhor instrumento para viabilizar as operações de *private equity* em razão de demonstrarem desempenho importante superior aos demais agentes do mercado quando as companhias demandam capital.

O capítulo 3 possibilitou a compreensão da governança corporativa conforme o entendimento do Instituto Brasileiro de Governança corporativa, o qual entende que se trata de um sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas, orientada por princípios como transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa, podendo-se concluir a partir da revisão bibliográfica que embora existam diferenças entre os sistemas de governança dos países que os implementaram, princípios como equidade, integridade e prestação de contas estão presentes ainda que em maior ou menor grau de importância. Além disso, foi possível analisar de modo geral, algumas teorias sobre modelos de governança, como a teoria da agência, dos *stakeholders* e a teoria da firma e dos custos de transação.

A partir da análise sobre as teorias de governança foi possível concluir que a teoria da agência aplicada às operações de *private equity* se preocupa em analisar eventuais conflitos entre os fundos e gestores, e entre o gestor representante dos fundos com as companhias investidas, para responder de que forma os conflitos impactam na maximização dos investimentos e como podem ser solucionados. A teoria dos *stakeholders*, por sua vez, está prevista na Constituição Federal brasileira, ao dispor sobre a função da propriedade, assim como no código das melhores práticas do Instituto Brasileira de Governança Corporativa ao estabelecer a equidade como princípio e orientar os interesses das companhias para sua longevidade e o bem comum. A Teoria da firma, por sua vez, entende a governança corporativa como uma estrutura criada para reduzir os custos de transação e, aplicada às operações de *private equity*, cabendo ao gestor do fundo o ônus de diminuir esses custos.

Por fim, o capítulo 3 atende o objeto de analisar requisitos legais mínimos de governança que as companhias devem apresentar para que possam ser destinatárias de investimento realizados FIPs, conforme a Instrução nº 578 da CVM, concluindo que tanto os requisitos mínimos de governança adotados para companhias fechadas quanto aqueles adotados para companhias abertas, cumprem a finalidade de assegurar padrões mínimos de governança que assegurem aos investidores segurança e valorização dos investimentos. Além disso, o capítulo possibilitou a identificação da obrigatoriedade dos fundos de exercerem efetiva participação na gestão da companhia fechada investida, o que não ocorre em relação às companhias abertas listadas em seguimento especial.

O capítulo 4 termina de responder o problema de pesquisa cuja resposta foi desenvolvida ao longo dos capítulos permitindo concluir que os fundos de investimento em participações societárias têm a faculdade de exercer ou não voz ativa nas decisões sobre a companhia investida, de modo a lei e os agentes do mercado criaram esse ambiente permite aos fundos participar das decisões sobre a aplicação do recurso, assim como, caso não queira participar, seja respeitado em relação à condução dos negócios pela companhia investida com integridade, transparência e tratamento equitativo entre os detentores das participações.

Foi possível, concluir, ainda, que por meio da divulgação dos fatos relevantes ao mercado pelas companhias abertas os FIPs sinalizam se pretendem ou não participar da gestão das companhias, sendo comum que os FIPs se abstenham de participar e exerça gestão passiva dos recursos, ou seja, não objetivando controle acionário ou a modificação da estrutura de governança da companhia investida. O presente trabalho considerou que a reserva do fundo em investir passivamente, é positiva em razão do baixo risco dos investimentos haja vista que as empresas listadas em seguimento especial possuem governança corporativa diferenciada, e a possibilidade de diminuição dos custos de transação que poderiam surgir com a contratação do gestor pelo fundo para participar das decisões das várias companhias que os FIPs geralmente investem simultaneamente.

Além disso, foi possível concluir que ao exercer o controle compartilhado da companhia, os FIPs contribuem com sua expertise para a melhoria dos resultados obtidos durante o investimento, assim contribui para a melhoria da estrutura de governança corporativa, participando ativamente da valorização da companhia no mercado, aumentando as chances dos FIPs maximizarem os investimentos. Além disso, pode-se verificar que o acordo de acionistas e a participação nos conselhos de administração das companhias investidas são fatores que podem fortalecer os FIPs enquanto minoritários que pretendem participar ativamente dos rumos que as companhias vão tomar.

## REFERÊNCIAS

ASHTON, Peter Walter. **Companhias de investimento**. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Estatuto Social**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/29/E0/27/DB/51EA17101A699A17092BA2A8/ANBI-MA-Estatuto-Social.pdf>>. Acesso em: 5 nov. 2020.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. OF. DIR – 014/2016. REF.: Comentários à Consulta Pública 05/2016 – dispõe sobre o Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ). p. 3. Disponível em: <[https://www.anbima.com.br/data/files/F9/C7/73/AD/91D6851098E7968569A80AC2/Fundos%20de%20Investimento\\_Beneficiario%20Final\\_justificativas\\_v3.pdf](https://www.anbima.com.br/data/files/F9/C7/73/AD/91D6851098E7968569A80AC2/Fundos%20de%20Investimento_Beneficiario%20Final_justificativas_v3.pdf)>. Acesso em: 5 nov. 2020.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE *PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL* (ABVCAP). **Estrutura legal dos fundos de *private equity* e *venture capital* no brasil**. p. 07. Disponível em: <<https://abvcap.com.br/Download/Estudos/2727.pdf>>. Acesso em: 8 nov 2020.

Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP). **Sobre o setor. 2016**. Disponível em: <<https://www.abvcap.com.br/>>. Acesso em: 02 mai. 2016.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fpre%2Fcomposicao%2Fcomposicao.asp>>. Acesso em: 6 nov. 2020.

BOAVENTURA, João Maurício Gama; CARDOSO, Fernando Rodrigues; SILVA, Edison Simoni da; SILVA, Ralph Santos da. Teoria dos Stakeholders e Teoria da Firma: um estudo sobre a hierarquização das funções-objetivo em empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 11, n. 32, jul./set., 2009, pp. 289-307.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm)> Acesso em: 5 nov. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Central de Sistemas. **Consulta Consolidada de Fundo**. Disponível em: <[https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg\\_sistema=fundosreg](https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg)>. Acesso em: 15 out. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM 358. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao



mercado. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 28 jan. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>>. Acesso em: 10 nov. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM 578. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 31 ago. 2016.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM 554. Inclui, revoga e altera dispositivos nas Instruções 155/91, 209/94, 278/98, 332/00, 356/01, 391/03, 399/03, 414/04, 429/06, 444/06, 461/07, 472/08, 476/09 e 539/13. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 19 dez. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM 555. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 23 dez. 2014.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. Disponível em: <[https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro\\_TOP\\_mercado\\_de\\_valores\\_mobiliarios\\_brasileiro\\_4ed.pdf](https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/livro_TOP_mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro_4ed.pdf)>. Acesso em: 6 nov. 2020.

BRASIL. Lei nº 4.357, de 16 de julho de 1964. Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do imposto sobre a renda, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 17 jul. 1964.

BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 1º nov. 2001.

BRASIL. Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002. Altera e acresce dispositivos à Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 27 fev. 2002.

BRASIL. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 20 set. 2019. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2019/Lei/L13874.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/Lei/L13874.htm)> Acesso em: 6 nov. 2020.

BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 31 dez. 1964.

BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 16 jul. 1965.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF, 9 dez. 1976.

CAMINHA, Uinie. Valores mobiliários. In: CAMPILONGO, Celso Fernandes; GONZAGA, Alvaro de Azevedo; FREIRE, André Luiz (Coords.). **Enciclopédia jurídica da PUC-SP**. Tomo: Direito Comercial. 1. ed. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2017. Disponível em: <<https://enciclopediajuridica.pucsp.br/verbete/216/edicao-1/valores-mobiliarios>>. Acesso: 01 nov. 2020.

CAVALCANTE, Carolina Miranda; CHAVES, Vinicius F. Estado, economia e direito em tempos de pandemia do coronavírus. opinião. **Consultor Jurídico**. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2020-abr-16/cavalcante-chaves-estado-economia-direito-pandemia#top>>. Acesso em: 26 jul. 2020.

CHAVES, V. A empresa do século XXI: valor compartilhado em tempos de um capitalismo consciente. **Amazon's Research and Environmental Law**, v. 2, n. 2, 28 maio 2014.

DEMARIA, Cyril; SASSO, Rafael. **Introdução ao Private Equity**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

EIZIRIK, Nelson. **Mercado de Capitais: regime jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

GORGA, Érica. Berle e Means e a evolução da propriedade e do controle acionários no mercado de capitais brasileiro. In: GORGA, Érica; PELA, Juliana Krueger. (Coord.). **Estudos avançados de direito empresarial: contratos, direito societário e bancário**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

<sup>1</sup>INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **O que é governança corporativa**. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>>. Acesso em: out. 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Página inicial**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Home.aspx>>. Acesso em: 04 set. 2020.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. São Paulo: IBGC, 2015.

JENSEN, Michael C.; MECKLING William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

KPMG. **Consolidação de dados 2019**. Indústria de *Private Equity* e Venture Capital no Brasil. Disponível em: <<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2019/07/br-consolida%C3%A7%C3%A3o-dados-pevc-2019.PDF>>. Acesso em: 25 jul. 2020.

LAVINAS, Lena; GENTIL, Denise L. BRASIL ANOS 2000: A política social sob regência da financeirização. **Novos estudos CEBRAP**, São Paulo, v. 37, n. 2, p. 191-211, ago. 2018.

LUCENA, Rafael de Figueiredo. **Influência das estruturas de “Private equity” no financiamento de pequenas e médias empresas**. 2014. 47 f. Monografia (Graduação em Economia) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014.

NEVES, Sillas Battastini. **Acordos de acionistas: as cláusulas de acordos de bloqueio**. Disponível em: <<http://zna.adv.br/acordo-de-acionistas-as-clausulas-dos-acordos-de-bloqueio/>>. Acesso em: 08 nov. 2020.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **The implications of alternative investment vehicles for corporate governance: a synthesis of research about private equity firms and “activist hedge funds”**. Disponível em: <<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/39007051.pdf>>. Acesso em: 05 nov. 2020.

PITTA, André; PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. Sistema Financeiro Nacional. *In*: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de valores mobiliários brasileiro**. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019.

QUEZADA, Beatriz. Novo Capitalismo. **Capital Aberto**, São Paulo, n. 170, p. 12-16, 2019.

QUEZADA, Beatriz. O dia seguinte. **Capital Aberto**, São Paulo, n. 173, p. 22-26, 2020.

SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins. **Fundos de investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características**. 2016. 136 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de Brasília, Brasília, 2016.

TEMPORIN, Ana Paula *apud* CARVALHO, Antonio Gledson de; RIBEIRO, Leonado de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital - Primeiro Censo Brasileiro**. São Paulo: Editora FGV EAESP Centro de Estudos em Private Equity, 2005. p. 75. Disponível em: <[http://gvcepe.com/site/wpcontent/uploads/2011/12/A\\_INDUSTRIA\\_DE\\_PRIVATE\\_EQUIY\\_EVENTURE\\_CAPITAL\\_PRIMEIRO\\_CENSO\\_BRASILEIRO.pdf](http://gvcepe.com/site/wpcontent/uploads/2011/12/A_INDUSTRIA_DE_PRIVATE_EQUIY_EVENTURE_CAPITAL_PRIMEIRO_CENSO_BRASILEIRO.pdf)>. Acesso em: 02 nov. 2020.

TEMPORIN, Ana Paula *apud* REBELO, Nikolai Sosa. Temporin, Ana Paula Alexandre. **Governança corporativa na relação entre fundos de private equity e empresas investidas**. 2016. 14 f. Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito) - INSPER, São Paulo, 2016.

TENÓRIO, Juliene Gama. **Controle interno: um estudo sobre a sua participação na tomada de decisão de investimento no mercado de capitais brasileiro**. 145 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2007. Disponível em: <[https://repositorio.unb.br/bitstream/10482/2703/1/2007\\_JulieneGamaTenorio.pdf](https://repositorio.unb.br/bitstream/10482/2703/1/2007_JulieneGamaTenorio.pdf)>. Acesso em: 6 nov. 2020.

YDUQS. **Comunicado ao Mercado - Alienação de Participação Acionária Relevante – Coronation**. Disponível em:

<<https://www.yduqs.com.br/ListGroup.aspx?idCanal=xzyfPuNv+j+iLpg6rec3zA==&ano=2020>>. Acesso em: 10 nov. 2020.

**YDUQS. Comunicado ao mercado - Alienação de Participação Acionária Relevante - Alliance Bernstein.** Disponível em:

<<https://www.yduqs.com.br/ListGroup.aspx?idCanal=xzyfPuNv+j+iLpg6rec3zA==&ano=2020>>. Acesso em: 10 nov. 2020.

**YDUQS. Fato Relevante - Contrato de Compra e Venda de Ações com a GP Investimentos.** Disponível em:

<<https://www.yduqs.com.br/listgroup.aspx?idCanal=xzyfPuNv+j+iLpg6rec3zA==&pagina=18>>. Acesso em: 10 nov. 2020.

**YDUQS. Histórico e perfil corporativo.** Disponível em:

<<https://www.yduqs.com.br/show.aspx?idCanal=U/ccuSh0iht1/mEX/ez1ng==>>. Acesso em: 10 nov. 2020.