IX ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI

DIREITO EMPRESARIAL

JEFFERSON APARECIDO DIAS

VIVIANE COÊLHO DE SÉLLOS KNOERR

LUCIANE APARECIDA FILIPINI STOBE

Copyright © 2026 Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito

Todos os direitos reservados e protegidos. Nenhuma parte destes anais poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria – CONPEDI
Presidente - Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Naspolini - FMU – São Paulo
Diretor Executivo - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC – Santa Catarina
Vice-presidente Norte - Prof. Dr. Jean Carlos Dias - Cesupa – Pará
Vice-presidente Centro-Oeste - Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG – Goiás
Vice-presidente Sul - Prof. Dr. Leonel Severo Rocha - Unisinos – Rio Grande do Sul
Vice-presidente Sudeste - Profa. Dra. Rosângela Lunardelli Cavallazzi - UFRJ/PUCRio – Rio de Janeiro
Vice-presidente Nordeste - Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa - UNICAP - Pernambuco

Representante Discente: Prof. Dr. Abner da Silva Jaques - UPM/UNIGRAN - Mato Grosso do Sul

Conselho Fiscal:
Prof. Dr. José Filomeno de Moraes Filho - UFMA - Maranhão
Prof. Dr. Caio Augusto Souza Lara - SKEMA/ESDHC/UFMG - Minas Gerais
Prof. Dr. Valter Moura do Carmo - UFERSA - Rio Grande do Norte
Prof. Dr. Fernando Passos – UNIARA - São Paulo
Prof. Dr. Edinilson Donisete Machado - UNIVEM/UENP - São Paulo
Secretarias
Relações Institucionais:
Prof. Dra. Claudia Maria Barbosa - PUCPR - Paraná
Prof. Dr. Heron José de Santana Gordilho - UFBA - Bahia
Profa. Dra. Daniela Marques de Moraes - UNB - Distrito Federal
Comunicação:
Prof. Dr. Robison Tramontina - UNOESC - Santa Catarina
Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho - UPF/Univali - Rio Grande do Sul
Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS - Sergipe
Relações Internacionais para o Continente Americano:
Prof. Dr. Jerônimo Siqueira Tybusch - UFSM - Rio Grande do sul
Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Ramos - UFMA - Maranhão
Prof. Dr. Felipe Chiarello de Souza Pinto - UPM – São Paulo
Relações Internacionais para os demais Continentes:
Profa. Dra. Gina Vidal Marcilio Pompeu - UNIFOR - Ceará
Profa. Dra. Sandra Regina Martini - UNIRITTER / UFRGS - Rio Grande do Sul
Profa. Dra. Maria Claudia da Silva Antunes de Souza - UNIVALI – Santa Catarina
Educação Jurídica
Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - Unicuritiba - PR
Prof. Dr. Rubens Beçak - USP - SP
Profa. Dra. Livia Gaigher Bosio Campello – UFMS – MS
Eventos:
Prof. Dr. Yuri Nathan da Costa Lannes - FDF - São Paulo
Profa. Dra. Norma Sueli Padilha - UFSC - Santa Catarina
Prof. Dr. Juraci Mourão Lopes Filho - UNICHRISTUS - Ceará

Comissão Especial
Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UFRJ - RJ
Profa. Dra. Maria Creusa De Araújo Borges - UFPB - PB
Prof. Dr. Antônio Carlos Diniz Murta - Fumec - MG
Prof. Dr. Rogério Borba - UNIFACVEST - SC

D597

Direito empresarial [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI

Coordenadores: Jefferson Aparecido Dias; Viviane Coêlho de Séllos Knoerr; Luciane Aparecida Filipini Stobe – Florianópolis: CONPEDI, 2026.

Inclui bibliografia
ISBN: 978-65-5274-605-4
Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações
Tema: Constituição, Processo e Justiça Social: o papel da jurisdição constitucional na efetivação de direitos

2. Direito. 3. Empresarial. 2. Direito civil. 3. Contemporâneo. IX Encontro Virtual do CONPEDI (2: 2026: Florianópolis, Brasil).

CDU: 34



Conselho Nacional de Pesquisa
e Pós-Graduação em Direito Florianópolis
Santa Catarina – Brasil
www.conpedi.org.br

IX ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI

DIREITO EMPRESARIAL

Apresentação

Honrados, apresentamos os trabalhos defendidos durante o IX Encontro Virtual do CONPEDI, no âmbito do GT 63 - Direito Empresarial. Temas variados foram abordados, todos envolvendo os desafios da governança corporativa na contemporaneidade, os quais agora são apresentados ao leitor.

Raquel Xavier Vieira Braga, Luciano Rosa Vicente e Liziane Paixão Silva Oliveira analisaram a efetividade do sistema de prevenção do cyber trading, com o objetivo de verificar se há capacidade do poder judiciário de coibi-lo.

Rogério Mello, Arthur Guedes da Fonseca Mello e Fernando Antônio Nunes Ferreira fizeram uma análise do conflito normativo empresarial, visando os termos de nulidade de acordo privado, ante a vedação do reajuste infra anual.

Jaqueline de Oliveira Arruda, Jefferson Aparecido Dias e Giowana Parra Gimenes da Cunha, ao desenvolverem o estudo intitulado “Governança corporativa e compliance como limite ao fomento de torcidas organizadas (TO’s): uma análise do compliance desportivo e o caso da Sociedade Esportiva Palmeiras”, demonstraram formas de implementação da governança corporativa e do compliance e como os clubes de futebol, especialmente a Sociedade Esportiva Palmeiras, podem utilizar dessas ferramentas para aperfeiçoar as gestões junto as torcidas organizadas.

Carolina Reco dos Santos, Diego Cesar Santana e Luis Hilário Tobler Garcia desenvolveram o artigo nomeado “Governança jurídica da inteligência artificial nas organizações: o papel do

Carlos Alberto Martins Junior, no estudo “Patrimônio de afetação na incorporação imobiliária: incomunicabilidade patrimonial e incompatibilidade com a recuperação judicial do incorporador”, explorou as possibilidades de o patrimônio de afetação vinculado à incorporação imobiliária ser ou não alcançado pelos efeitos da recuperação judicial do incorporador.

Suelaine Pacheco Dantas de Alencar e Estevan Lo Ré Pousada desenvolveram uma análise sobre a “Gestão de riscos, desequilíbrio na execução contratual e o dever de renegociação: quando a vida real desafia o mundo ideal previsto no contrato empresarial”, com objetivo de compreender a função social e o equilíbrio contratual, diante dos desafios supervenientes impostos pela realidade durante a execução dos contratos empresariais.

Andressa Juliana Alexandre Pedrochi Alves Feitoza e Andryelle Vanessa realizaram duas análises. A primeira sendo da “Tutela da personalidade post mortem em plataformas digitais: instrumentos de efetivação para gestão da herança digital”, com foco na sucessão dos bens imateriais e híbridos, com a conclusão de que o trato dos bens digitais não pode ser encarada como mercadoria e sim como extensão da personalidade. O segundo estudo foi o “Compromisso de compra e venda e a função social do contrato: reflexos na tutela dos direitos da personalidade do consumidor”, no qual dialogaram com a natureza híbrida dos direitos do consumidor, compreendendo a relação entre o Código de Defesa do Consumidor e o Código Civil.

Tathyana Froes Diogo André e Leonardo da Silva Sant Anna, no artigo intitulado “A responsabilidade do sócio cedente na sociedade limitada: limites interpretativos dos arts. 1003, parágrafo único, e 1032 do Código Civil”, exploraram os limites da responsabilização social do sócio cedente.

Diego Roberto Pinheiro Ferreira, no ensaio “DIP Financing e marco legal das garantias:

Miriam da Costa Claudino, Alexandre Eli Alves e Ricardo Augusto Bonotto Barboza, na pesquisa nomeada “A evolução dos contratos de vesting nas Biostartups: uma análise da boa-fé contratual”, exploraram a necessidade normatização adequada, com foco na boa-fé contratual.

Rafael Lima Carvalho e Pedro Durão, no artigo “Ética empresarial, dever de informação e sigilo profissional: um estudo sobre o papel da empresa na proteção de direitos fundamentais”, pesquisaram sobre a prevenção e compromisso ético das empresas para além das sanções judiciais eventualmente impostas por atos reprováveis.

Laura Gripp Rosas e Elcio Nacur Rezende, no estudo “O compliance contaminado: polarização política, governança e a crise da agenda anticorrupção empresarial”, analisaram como os programas de compliance devem estar acima da polarização política de que os gestores e/ou donos possam estar contaminados.

Tânia Zuily Cabral Vitamatos e Daniel Alves Aragão de Seixas, com o ensaio “A arquitetura jurídica dos empreendimentos de solidariedade e o art. 170: governança participativa, função social da empresa e tensões regulatórias no espaço urbano de São Paulo”, buscaram compreender que a arquitetura brasileira não é limitada apenas na busca do lucro, incluindo a função social das empresas como mais um polo norteador.

Matheus Victor Soligueti Bezerra e Rafael Mercadante Junior, no estudo “Responsabilidade por omissão dolosa nas declarações e garantias dos contratos de aquisição societária: limites e implicações da cláusula de Sandbagging”, buscaram entender até que ponto o vendedor pode ser responsabilizado pela omissão, mesmo com aplicação do due diligence por parte do comprador.

Ana Clara Vasques Gimenez, Matheus Arcoleze Marelli e Elaine Cristina Vieira Brandão, no

Daniel Bushatsky e Marcio Rodrigues, na pesquisa “Da segurança digital à segurança jurídica: custódia de dados, LGPD e prova digital em pequenos e médios e-commerces”, analisaram a possibilidade de proteção dos pequenos e médios empreendedores ante a capacidade probatória durante a fase de instrução.

Carla Izolda Fiuza Costa Marshall, Guilherme Fabbriziani Borges e Matheus Marques de Albuquerque, no estudo intitulado “Análise econômica do direito, consequencialismo jurídico e impactos sobre os stakeholders: reflexões sobre o devedor contumaz”, discutiram os impactos jurídicos e econômicos decorrentes da atuação do devedor contumaz, buscando compreender a extensão de seus efeitos sobre as empresas em situação de crise e sobre os demais stakeholders envolvidos.

Davi Niemann Ottoni, Matheus Oliveira Maia e Claudiomar Vieira Cardoso, no estudo “Modernidade tecnológica, inteligência artificial e direitos fundamentais: desafios jurídicos do desenvolvimento social na sociedade digital”, debruçaram-se sobre a tendência absoluta do mercado com a utilização das inteligências artificiais, entendendo que a I.A. é uma ferramenta que deve ser operada com supervisão humana.

Gabriel Magalhães Comegno, no ensaio “Direitos essenciais dos acionistas e a possibilidade de suspensão de seu exercício”, explorou os limites de suspensão dos poderes dos acionistas, ante o conceito de essencialidade.

Letícia Rosim, Fernando Passos e Fernando Henrique Rugno da Silva, na pesquisa intitulada “Turnaround empresarial, governança e gestão de conflitos na reestruturação de empresas em crise financeira”, exploraram a aproximação do meio jurídico com o turnaround administrativo.

Álvaro dos Santos Maciel e Saulo Bichara Mendonça, no estudo do “Compliance na pequena empresa: entre o cosmético e o efetivo”, estudaram a possibilidade da implementação do

Prof.ª Dra. Luciane Aparecida Filipini Stobe (UNOCHAPECO)

Prof. Dr. Jefferson Aparecido Dias (UNIMAR)

OS REQUISITOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA RELAÇÃO ENTRE OS FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES E SUAS INVESTIDAS.

CORPORATE GOVERNANCE REQUIREMENTS IN THE RELATIONSHIP BETWEEN PRIVATE EQUITY FUNDS AND THEIR PORTFOLIO COMPANIES.

Lucas Bachion Crispim Tavares Cardoso [1]
Fabio Garcia Leal Ferraz [2]
Luciana Lopes Canavez [3]

Resumo

O presente artigo analisa a adequação dos requisitos de governança corporativa impostos às companhias investidas pelos fundos de investimento em participações (FIP) à atual maturidade da indústria brasileira de private equity. O problema de pesquisa indaga em que medida a manutenção, ao longo de mais de duas décadas, de exigências padronizadas e substancialmente inalteradas mostra-se compatível com a heterogeneidade das sociedades investidas, que abrangem desde startups em estágio pré-operacional até empresas consolidadas. A pesquisa, por meio do método dedutivo, fundamenta-se na análise normativa comparada da Instrução CVM 391/2003, da Instrução CVM 578/2016 e da Resolução CVM 175/2022, bem como em revisão bibliográfica especializada e em dados empíricos secundários. Os resultados demonstram que o núcleo dos requisitos do art. 8º do Anexo Normativo IV permaneceu praticamente intacto, gerando custos de conformidade desproporcionais. Examina-se, ainda, a natureza do rol de mecanismos de efetiva influência, caracterizado como "falso rol exemplificativo", e demonstra-se, mediante hipótese envolvendo covenants de dívida, que a aparente abertura é materialmente restringida pela identidade funcional do veículo. Conclui-se que a abordagem regulatória proporcional sugerida pelo Edital de Consulta Pública SDM nº 03/2024 mostra-se mais aderente à realidade da indústria, sem prescindir da proteção dos cotistas.

Palavras-chave: Fundos de investimento em participações, Capital privado, Governança corporativa, Mercado de capitais, Resolução cvm 175

Participações — FIP) remain suitable to the current stage of maturity of the domestic private equity industry. The research problem examines the extent to which the preservation, over more than two decades, of standardized and substantially unchanged requirements remains compatible with the heterogeneous profile of portfolio companies, which range from early-stage startups to consolidated enterprises. The study adopts a deductive method and relies on a comparative normative analysis of CVM Instructions 391/2003 and 578/2016 and CVM Rule 175/2022, complemented by specialized literature and secondary empirical data. The findings reveal that the core requirements set forth in Article 8 of Annex IV have remained virtually unchanged, generating disproportionate compliance costs. The paper further examines the nature of the list of mechanisms of effective influence, characterized as a "false illustrative list", and demonstrates, through a hypothetical scenario involving debt covenants, that its apparent openness is materially restricted by the functional identity of the vehicle. It concludes that the proportional regulatory approach proposed by CVM Public Consultation SDM Notice No. 03/2024 better aligns with industry reality, without compromising investor protection.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Brazilian private equity funds, Private equity, Corporate governance, Capital markets, Cvm rule 175

1. INTRODUÇÃO

Conforme disposto na Lei da Liberdade Econômica, os fundos de investimento são uma comunhão de recursos, constituídos sob a forma de condomínio de natureza especial, portanto, sem personalidade jurídica própria (BRASIL, 2019). Dentre todas suas categorias, os fundos de investimento em participações (FIP), em especial, são utilizados para viabilizar o investimento de investidores qualificados[1] em sociedades limitadas e/ou sociedades anônimas, usualmente, por meio da aquisição de quotas/ações, debêntures (conversíveis ou não), notas comerciais e outros valores mobiliários que sejam conversíveis ou permutáveis em quotas/ações de emissão das sociedades investidas, nos termos do Art. 5º do Anexo Normativo IV da Resolução CVM 175 (BRASIL, 2022).

Essa amplitude de ativos se faz relevante na indústria pela possibilidade de combinação de instrumentos de *equity* (ações ou quotas) e instrumentos de dívida (debêntures ou notas comerciais). Assim, os gestores de recurso conseguem empregar diferentes valores mobiliários para atender um único objetivo: a valorização das cotas por meio da aplicação do patrimônio líquido em ativos elegíveis.

Na sua função, gestor é responsável pela atividade de gestão da carteira de ativos dos fundos de investimento, isto é, investir recursos de terceiros em ativos que estejam alinhados com a tese de investimentos do próprio gestor e/ou dos cotistas. Não obstante, os gestores dos FIP são os responsáveis pelo exercício da efetiva influência e pelo cumprimento dos requisitos mínimos de governança corporativa nesse processo de alocação de capital, conforme exigido pelos Arts. 6º e 8º do Anexo Normativo IV da Resolução CVM 175 (BRASIL, 2022).

Historicamente, a regulamentação brasileira sempre exigiu o atendimento desses comandos de maneira "uniformizada", em que pese na prática, as investidas apresentassem diferentes perfis, de *startups* a empresas de economia real. Com isso, suscita-se dúvidas quanto à proporcionalidade e à atualidade dos requisitos previstos na norma.

Importa ressaltar que o estudo do tema se faz relevante haja vista a intenção da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em atualizar os requisitos de governança corporativa vigentes, sustentado pela necessidade da alteração normativa em razão do atual estágio de amadurecimento da indústria (BRASIL, 2024).

[1] São considerados investidores qualificados, por exemplo: (i) os investidores profissionais, nos termos da lei; ou (ii) aqueles que tenham investimentos financeiros em valor superior a R$ 1.000.000,00 e atestem sua condição de investidor qualificado.

Por isso, o presente artigo analisa em que medida os requisitos de governança corporativa são adequados à atual perspectiva empresarial brasileira. Sustenta-se que o regulador, ao condicionar os investimentos dos FIP ao cumprimento de exigências (in)flexíveis, provocou-se custos de conformidade desproporcionais ao atual estágio de maturidade do mercado de capitais.

No que concerne à metodologia, o trabalho baseia-se no método dedutivo, e foi conduzido mediante revisão da literatura jurídica, que contemplou a análise do arcabouço regulatório aplicável aos fundos de *private equity*, além de consulta a livros e artigos, nacionais e estrangeiros, relacionados ao tema.

Para tanto, o trabalho estrutura-se da seguinte forma: (i) o Capítulo 2 contextualiza a indústria de *private equity*; (ii) o Capítulo 3 examina os fundamentos teóricos da governança corporativa; (iii) o Capítulo 4 analisa os requisitos normativos, previstos desde a primeira norma; e (iv) o Capítulo 5 apresenta as conclusões.

2. INVESTIMENTOS POR MEIO DO *PRIVATE EQUITY*

Nos Estados Unidos, o *venture capital*[2] começou a ser esboçado na década de 1940, com o surgimento da *American Research and Development Corporation* (ARDC). Esse projeto foi liderado por Georges Doriot e ficou conhecido como a primeira iniciativa de capital de risco, sendo o começo de uma onda que viria a se consolidar globalmente nas décadas seguintes (SASSO, 2012).

No pós-Segunda Guerra Mundial, o ambiente empresarial se tornou propício para o surgimento de novos modelos de financiamento. A expansão do setor tecnológico e bélico associado à demanda de capital para empresas geraram espaço para investidores dispostos a correr riscos altos em troca de retornos também altos. Nesse contexto, o *private equity* surgiu como alternativa ao financiamento bancário tradicional, permitindo que os investidores alocassem seus recursos em companhias com elevado potencial de valorização naquela época.

Nas décadas seguintes, entre 1970 e 1980, a indústria passou por um processo de sofisticação expressivo (FENN; PROWSE, 1995). As estruturas conhecidas como *limited partnerships* (LP), que dividem os papéis entre *general partners* (gestores de recursos) e *limited partners* (investidores), consolidaram-se como modelos dominantes para fundos de *private equity*. Na sequência, observou-se o avanço de estratégias mais arrojadas, como os *leveraged*

[2] *Venture capital* é conceituado como o investimento em empresas em estágio inicial, mas com alto potencial de crescimento.

buyouts (LBO), nos quais o fundo adquire participação nas empresas utilizando financiamento por dívida.

No plano teórico, essa fase corresponde à consolidação de visão de investimento baseada na mitigação dos "custos de agência", na profissionalização da gestão das investidas, elementos que se tornaram pilares do *private equity*.

Conceitualmente, o *private equity* é amplamente difundido no meio corporativo, principalmente quando se trata da realização de investimento envolvendo quantidades volumosas de capital e estruturas de negócio robustas. Nesse sentido, esse meio de investimento engloba uma vasta gama de meios de investimentos que podem ser utilizados para circulação de capital que, significativamente, trouxeram a modernização do aporte de capital em estruturas empresariais e no processo de desenvolvimento das economias contemporâneas, chamado de "inovação financeira" (YAZBEK, 2009).

Nesse viés, Macey (2008, p.241) define *private equity* como uma modalidade de investimento caracterizada pela geração de altos retornos aos investidores, mediante alocação de capital em companhias fechadas.

A partir dessa definição, é possível identificar que o *private equity* se caracteriza como modalidade de investimento coletivo, estruturada com o propósito de alocar recursos em empresas que não possuem capital aberto, uma vez que o investimento em companhias abertas é, comumente, endereçado via fundos de investimentos financeiros, que possuem destinação específica na alocação de capital em ações admitidas à negociação em mercado organizado (BRASIL, 2022).

No cenário global, o *private equity* representa parcela expressiva das finanças. Segundo levantamentos realizados pela *Ernst & Young* (EY), multinacional de auditoria financeira, houve a realização de investimentos no valor de US$ 56,0 bilhões nesse setor em 2024, totalizando o 1.352 *deals* realizados, um aumento de 54% no volume de negócios quando comparado com 880 em 2023 (EY, 2024).

Por outro lado, a *Klynveld Peat Marwick Goerdeler* (KPMG), auditora financeira, informou que entre os países latino-americanos, o maior crescimento foi observado no Brasil, onde os investimentos em *private equity* mais que dobraram, alcançando à monta de US$ 816,8 milhões (KPMG, 2024).

Assim, *private equity* deve ser interpretado não apenas como uma via de financiamento comum de projetos, mas como um modelo de criação de valor, voltado à expansão e profissionalização do ambiente empresarial brasileiro.

Os investimentos nesse ramo são caracterizados por um ciclo de investimentos divido em cinco etapas: (i) captação de recursos (*fundraising*); (ii) seleção e realização de *due diligence* das empresas investidas; (iii) realização do aporte de capital; (iv) fase de monitoramento e governança ativa da investida; e, por fim, (v) estratégia de saída (*exit*), geralmente por meio de venda da participação, abertura de capital em bolsa de valores, conhecido como *Initial Public Offering* (IPO) ou recompra da participação pelos próprios sócios fundadores (TEMPORIM, 2016).

Em que pese esse ciclo ser considerado um processo característico do setor, os investimentos não são uma receita única e idêntica para todos. O que se nota são diferentes formas de atuação nas relações entre FIP e sociedade investida, como por exemplo: (i) *growth capital*, para ajudar no crescimento de empresas já existentes; (ii) *buyout*, onde se compra o controle das ações, total ou parcial, com uma grande reestruturação; e (iii) *turnaround*, que busca recuperar empresas com problemas financeiros, área essa conhecida como *special situations*.

Cada uma dessas modalidades exige diferentes graus de intervenção do fundo e distintos perfis de risco e retorno. Segundo Silveira (2010), o sucesso dessas estratégias está diretamente relacionado à capacidade do fundo em implementar boas práticas de governança e de alinhar incentivos entre gestores e acionistas das investidas.

Ante o exposto, a definição de *private equity* não consiste somente no aporte de capital nas empresas, mas um conceito mais profundo e complexo, englobando diferentes formas de investimento e de estágios de maturidade das companhias.

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA

Entender a origem da governança corporativa é compreender a forma que os acontecimentos no seu estágio inicial influenciaram as atuais características dessa estrutura, de forma a assimilar a sua importância e seu impacto nas organizações empresariais atuais.

Segundo Leite (2010), a governança corporativa teria surgido na Inglaterra, no final da década de 1970, depois de se constatar que algumas empresas tinham um *valuation* superior em decorrência da adoção dessas práticas.

A partir disso, o governo britânico fomentou a realização de pesquisas sobre esse ponto por um grupo de estudiosos em 1990. O resultado dessa pesquisa resultou no relatório conhecido como *Cadbury*, que, hoje, é conhecido como o primeiro código de boas práticas de governança corporativa, que era uma consolidação das práticas consideradas como benéficas

para a gestão das companhias (EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE, 1992).

Nos Estados Unidos, os movimentos pró-governança corporativa surgiram por volta da década de 1980, ou seja, quase 40 anos após o surgimento da governança corporativa na Inglaterra. O ponto-chave do surgimento dessas práticas foi uma tentativa de aquisição de controle da Texaco pela Chevron, em 1984, que não se concretizou por motivos alheios criados pelos executivos da Texaco em detrimento dos acionistas da companhia (SILVEIRA, 2010).

Vale ressaltar que durante a década de 80, houve uma quantidade elevada de tentativas de aquisições hostis, que consistem na tomada de controle de uma empresa contra a vontade da administração desta organização.

Além dessa onda de aquisições hostis, outros acontecimentos fomentaram o crescimento da adoção da governança corporativa, ou pelo menos, o debate dela nas instituições, quais sejam: (i) as privatizações nos países da Europa, tendo início no Reino Unido em 1980, (ii) a desregulamentação e desenvolvimento global dos mercados de capitais, (iii) a crise nos mercados emergentes no final do século XX, como as crises asiática e russa em 1997 e em 1998, respectivamente, que demonstraram a vulnerabilidade de grandes grupos empresariais, (iv) 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 (v) a crise do *subprime* em 2008, a partir da queda do índice *Dow Jones* motivada pela concessão de empréstimos hipotecários de alto risco, que resultou na falência de diversos bancos norte-americanos e europeus.

Extrai-se, portanto, que o conceito de governança corporativa está ligado ao sistema pelo qual as empresas são dirigidas envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização, extrapolando o mero requisito normativo e assumindo função indispensável nas decisões estratégicas das companhias.

Do ponto de vista teórico, a principal teoria regente ao tema é a teoria da agência, formulada por Jensen e Meckling (1976), que parte do pressuposto da existência de um contrato entre o acionista (principal) e o administrador da empresa (agente). Essa relação, embora funcional na época de sua criação, gera, quando utilizado hoje, um estresse estrutural, na forma que o agente pode agir em interesse próprio em detrimento dos melhores interesses da companhia.

Os entraves dessa relação surgem pela separação entre propriedade e gestão, partindo do pressuposto que os indivíduos são racionalmente “autointeressados”, ou seja, ocorre um

constante conflito entre o abuso de poder e a expropriação de recursos dos acionistas pelos agentes.

A partir disso, extrai-se que o foco da teoria da agência é demonstrar que a divisão entre o principal e o agente é demasiadamente onerosa. Isto é, devido à segregação de funções, com a finalidade de mitigação do risco da tomada de decisões fundadas nos próprios interesses desses sujeitos, é necessário estabelecer mecanismo de controle e de fiscalização, cujos custos são denominados "custos de agência".

Eles são tradicionalmente divididos em quatro espécies: (i) os custos de fiscalização, em que o principal despende para monitorar o agente; (ii) os custos da estruturação dos contratos; (iii) os *bonding costs*, que são os gastos que o agente dispende para provar ao principal que os seus atos não são prejudiciais a ele; e (iv) os gastos residuais.

A governança corporativa surge como resposta a esse modelo, no sentido de aliviar os custos da agência por meio do estabelecimento de mecanismos de fiscalização. No contexto dos FIP, essa relação assume configuração mais complexa do que o modelo bilateral formulado por Jensen e Meckling.

Isso porque a cadeia de delegação de funções se desdobra em múltiplos níveis: o cotista do fundo (principal originário) delega ao gestor de recursos (primeiro agente) o poder de selecionar as companhias (segundo agente), estruturar as operações e exercer a efetiva influência sobre a gestão das sociedades.

Essa cadeia cria o que a literatura denomina *double agency problem* (SAHLMAN, 1990), isto é, os cotistas dependem do gestor para que este, por sua vez, fiscalize e oriente os administradores da sociedade investida. Com isso, o risco de desalinhamento se multiplica em cada elo da cadeia. O gestor pode privilegiar operações que maximizem sua taxa de *performance* em detrimento do interesse de longo prazo dos cotistas. Ao seu turno, os administradores da investida podem resistir à implementação das medidas de governança impostas pelo fundo, especialmente quando tais medidas conflitam com os interesses dos sócios fundadores que permanecem na gestão da companhia.

É precisamente essa complexidade da cadeia de agência que justifica a necessidade do estabelecimento de mecanismos específicos de governança corporativa na relação entre as sociedades investidas e os fundos de *private equity*.

4. OS REQUISITOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NA RELAÇÃO ENTRE OS FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY* E AS SOCIEDADES INVESTIDAS

Os mecanismos de governança corporativa constituem uma exigência regulatória desde a edição da Instrução CVM 391, editada em 16 de julho de 2003, já demonstrando a atenção da CVM ao efetivo acompanhamento dos FIP no processo de amadurecimento de suas investidas.

De certo modo, a estratégia adotada pelo regulador ao positivar esses mecanismos de governança corporativa no ordenamento jurídico foi de tornar os FIP, definitivamente, como instrumentos de investimentos coletivos que, de fato, possuam alta capacidade de impacto intelectual no negócio, uma vez que os gestores de recursos são profissionais qualificados e ajudam nas tomadas de decisões.

Historicamente, o requisito da "efetiva influência" sempre se esteve presente nas normas responsáveis pela regulação dos FIP. A Instrução CVM 391 definia, em seu Art. 2º, que os FIP deveriam influenciar as companhias investidas na definição estratégica e na sua gestão, a qual poderia ocorrer por meio (i) da indicação de membros ao conselho de administração;(ii) pela detenção de ações que integrem o bloco de controle da sociedade investida, (iii) pela realização de acordo de acionistas; ou (iv) pela celebração de contratos diversos (BRASIL, 2003).

Nota-se que o referido comando normativo, ao ser positivado como um rol exemplificativo e com hipóteses de natureza societária, se torna irresoluto na prática, já que a influência do fundo pode se materializar por mecanismos que transcendem as hipóteses previstas, inclusive por instrumentos de dívidas.

Neste caso, o rol, na realidade, se torna um "falso" rol exemplificativo, ao passo que é anunciado apenas com exemplos societários ordinários, portanto, nada mais fazendo do que restringir a interpretação.

As expressões no texto que legal que permitem essa interpretação são utilizadas como uma técnica normativa que, embora formalmente aberta, utilizando locuções como "notadamente" e "pode ocorrer", é materialmente restritiva, na medida em que a própria natureza jurídica do veículo e a finalidade regulatória da norma operam como filtros que excluem, na prática, uma gama significativa de mecanismos que seriam abstratamente admissíveis pela literalidade do texto legal.

A aparente abertura do rol sugere que qualquer mecanismo seria, em tese, admissível. Contudo, essa leitura puramente literal esbarra em uma limitação teleológica: o FIP é, naturalmente, um veículo de participação. Seu objeto é investir em companhias com a

finalidade de participar ativamente do processo de criação de valor, exercendo influência na definição da política estratégica e na gestão das sociedades investidas. Essa identidade funcional do veículo impõe uma restrição implícita ao rol: somente são admissíveis mecanismos de influência que sejam compatíveis com a lógica participativa do *private equity*, o que exclui, ou ao menos coloca sob severo questionamento, instrumentos que confiram poder meramente reativo, negativo ou creditício.

Num exemplo extremado, considere-se a hipótese de um FIP que adquira debêntures simples, portanto, não conversíveis em ações, de uma companhia investida, sem qualquer participação no capital social, sem assento em conselho de administração, sem celebração de acordo de acionistas e sem direito de voto em assembleia. Suponha-se, no entanto, que a escritura de emissão da debênture contenha *covenants* rigorosos que condicionem decisões estratégicas da companhia à prévia anuência do FIP, a saber: (i) vedação à contratação de endividamento adicional acima de determinado montante; (ii) proibição de distribuição de dividendos sem autorização do credor; (iii) exigência de aprovação prévia para alienação de ativos relevantes; e (iv) sobretudo, cláusula de vencimento antecipado acionável por descumprimento de qualquer dessas condições.

Note que o FIP não detém nenhum dos instrumentos clássicos de participação societária. Não há ações, não há assento em órgãos deliberativos e não há acordo de acionistas. Todavia, o poder econômico conferido pela estrutura de dívida é de tal magnitude que a companhia investida, na prática, não pode tomar nenhuma decisão estratégica relevante sem a concordância do FIP, sob pena de vencimento antecipado da integralidade da dívida, que, em muitos casos, equivaleria à insolvência da sociedade.

A influência exercida por meio de *covenants* de dívida é funcionalmente equivalente àquela obtida por mecanismos societários tradicionais, expostos no texto legal, pois o poder de veto do credor sobre decisões estratégicas condiciona de forma direta e imediata a gestão da companhia. Nessa leitura, privilegia-se a substância econômica sobre a forma jurídica, em linha com a orientação finalística do dispositivo normativo.

Essa leitura, contudo, ignora que a influência exercida por *covenants* de dívida é, por natureza, reativa e negativa, já que o credor pode vetar, mas não pode propor; pode impedir, mas não pode dirigir. Dessa forma, o gestor de recursos que se limita ao monitoramento de *covenants* não está, rigorosamente, participando do processo decisório da companhia, está, antes, impondo limites externos a esse processo.

Nessa perspectiva, admitir que *covenants* de dívida, isoladamente, satisfaçam o requisito de efetiva influência equivaleria a desnaturação da própria essência do FIP,

aproximando-o de um fundo de direitos creditórios com roupagem de fundo de investimentos em participações.

Essa ilustração evidencia que a abertura do rol exemplificativo, embora discreta, não afasta os riscos de interpretação ambígua. A ausência de parâmetros mínimos objetivos para aferição da efetiva influência, ou até mesmo a transferência total da arbitrariedade ao gestor de recursos sem as hipóteses previstas na norma, outorga à CVM a tarefa de definição, caso a caso, a fronteira entre o exercício legítimo de influência estratégica e a mera estruturação contratual de proteção creditícia.

Para além disso, a Instrução CVM 391 exigia o cumprimento adicional dos seguintes requisitos – cumulativos – de governança corporativa em companhias fechadas:

> Art. 2º. [...]
> §4º As companhias fechadas referidas no caput deverão seguir as seguintes práticas de governança:
> I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;
> II – estabelecimento de um mandato unificado de 1 (um) ano para todo o Conselho de Administração;
> III – disponibilização de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia;
> IV – adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;
> V – no caso de abertura de seu capital, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores; e
> VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

Em que pese os requisitos de governança corporativa tenham sido concebidos como instrumentos de proteção dos cotistas e de alinhamento de interesses entre o FIP e as investidas, uma análise crítica de cada exigência revela que todas elas carregam, em maior ou menor grau, efeitos colaterais que podem comprometer justamente os objetivos que pretendem promover.

A princípio, a vedação de emissão de partes beneficiárias embora dogmaticamente justificável como mecanismo de proteção contra a diluição econômica dos retornos do fundo, possui efeito prático contido. Segundo Diniz (2022), trata-se de um valor mobiliário que não representa participação no capital social da companhia, nos termos do Art. 46 da Lei das Sociedades Anônimas, limitando-se somente aos seus titulares, direitos de natureza econômica, portanto, não sendo passível a conversão em ações. Hoje, a utilização desse instrumento caiu em desuso na prática empresarial brasileira, assim, a vedação regulatória opera mais de forma simbólica que uma resposta ao risco efetivamente apresentado por esse tipo de operação.

Em segundo plano, a imposição de mandato unificado de 1 (um) ano aos membros do conselho de administração da companhia revela desalinhamento com a legislação societária brasileira. A Lei nº 6.404/1976 estabelece, em seu Art. 140, inciso III, prazo máximo de 3 (três) anos, sendo admitida a reeleição. Essa redução do prazo de mandato gera, ao menos, dois efeitos adversos: a eliminação da memória institucional do conselho, comprometida pela substituição constante de seus membros, e o incentivo a uma gestão orientada por resultados de curto prazo, incompatível com a lógica de criação de valor que caracteriza o *private equity*.

Adicionalmente, a adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários, em que pese sua celeridade e eficiência, envolve custos maiores que os atrelados ao poder judiciário, impondo um ônus financeiro desproporcional às companhias com receitas enxutas. Nesse sentido, os custos de instauração e condução de procedimentos arbitrais perante câmaras reconhecidas pelo mercado podem alcançar valores incompatíveis com a capacidade financeira de companhias em estágio pré-operacional, com efeito, diminuindo o apetite de potenciais investidores (FIP) à realização do aporte de capital.

A obrigação de adesão a segmento especial de listagem pode restringir as alternativas estratégicas de *exit* (saída) via IPO (distribuição pública primária de ações). Os segmentos como o Novo Mercado da B3 impõem requisitos específicos, como exemplo a divisão do capital social da investida exclusivamente em ações ordinárias, conforme disposto no Art. 8º do Regulamento do Novo Mercado da Brasil, Bolsa, Balcão – B3 (B3, 2026), que podem ser incompatíveis com a estrutura de capital construída durante as rodadas de investimentos antecedentes. Uma companhia que tenha emitido ações preferenciais com direitos econômicos diferenciados para acomodar distintos investidores necessitaria promover reestruturação societária prévia ao IPO para cumprir a obrigação assumida perante o FIP, potencialmente reduzindo sua atratividade perante o mercado.

Em último plano, a necessidade de realização de auditoria anual das demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM, além de impor custos relevantes as companhias, introduz uma restrição jurisdicional que limita a capacidade dos FIP de investir em estruturas societárias *offshore*. É o caso das denominadas companhias *flipadas*[3], amplamente presentes no ecossistema de *startups* da América Latina. Nesse contexto, cria-se uma assimetria: a companhia estrangeira que efetivamente emite os valores mobiliários subscritos pelo FIP não está sujeita à obrigatoriedade de auditoria por profissional registrado

[3] As companhias *flipadas* são as sociedades originalmente constituídas em uma determinada jurisdição que, com o objetivo de facilitar a captação de investimento estrangeiro, transferem sua sede para jurisdições como Delaware (EUA) ou Ilhas Cayman, mantendo suas operações no país de origem.

na CVM, por ser regulada por norma não atrelada ao ordenamento jurídico brasileiro. Por isso, ao vincular a exigência ao registro perante a autarquia brasileira, não se observa essa realidade, dificultando investimentos em companhias que adotam arquitetura societária, que, pela sofisticação de sua estrutura, representam algumas das oportunidades mais atrativas para fundos de *private equity*.

Posteriormente, em agosto de 2016, a CVM editou a Instrução CVM 578, a qual revogou a Instrução CVM 391, com o objetivo de unificar e modernizar as regras aplicáveis aos fundos de *private equity* no Brasil. Mesmo com a alteração do diploma legal, a Instrução CVM 578 reproduziu, essencialmente, os mesmos requisitos de efetiva influência a serem observados pelos FIP nas companhias investidas.

Para as reflexões neste artigo, a grande inovação desta regra foi quanto à classificação sobre a composição de carteira do FIP, que passou a incluir a possibilidade de investimento em sociedades limitadas. Ademais, houve a criação de duas novas categorias aos FIP, quais sejam: (i) FIP Capital Semente; e (ii) FIP Empresas Emergentes.

A priori, o edital de audiência pública da Instrução CVM 578 definiu os FIP Capital Semente como aqueles destinados a investidores profissionais que, além dos ativos alvo descritos na regra (ações, bônus de subscrição, debêntures simples e outros valores mobiliários), poderiam investir em sociedades limitadas por meio dos ativos alvo acima descritos.

Ato contínuo, os FIP – Capital Semente foram definidos como os fundos que suas investidas deveriam ter receita bruta anual de até R$16 milhões, apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao aporte, e estariam dispensadas de seguir todas as práticas de governança previstas no Art. 8º da referida Instrução.

Ao seu turno, os FIP - Empresas Emergentes foram definidos como os fundos que suas investidas deveriam ter receita bruta anual de até R$300 milhões, apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao aporte do fundo, e estariam dispensadas de seguir as seguintes práticas de governança previstas no Art. 8º da Instrução CVM 578: (a) proibição de emissão de partes beneficiárias; (b) estabelecimento de mandato unificado de dois anos para o conselho de administração, se existente; e (c) adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos.

Fato é que os FIP - Empresas Emergentes investem em sociedades com maior faturamento que os FIP - Capital Semente, quase 20 (vinte) vezes maior. Nota-se, portanto, que a intenção da CVM foi encontrar uma média entre os cumprimentos dos requisitos de governança e o faturamento das companhias, por meio de algumas dispensas, mitigando as possíveis rejeições de mercado.

Por mais que a previsão dessas dispensas representassem uma evolução normativa, o mercado não aderiu a essa subclassificação. Extrai-se de dados da ANBIMA que somente 91 FIP – Capital Semente e 97 FIP – Empresas Emergentes foram registrados, em um espaço amostral de mais de 2.488 FIP em funcionamento (ANBIMA, 2026). Portanto, os FIP com essa subclassificação representam, somente, 7,5% do mercado total dessa modalidade de investimento.

Essa baixa representatividade dos FIP - Capital Semente e FIP - Empresas Emergentes no universo de fundos de investimentos em participações registrados pode ser atribuída a um conjunto de fatores que, quando analisados em conjunto, revelam um desalinhamento estrutural do modelo de categorização adotado pela Instrução CVM 578.

Operacionalmente, ao se enquadrar como FIP - Capital Semente ou FIP - Empresas Emergentes, o fundo se vincula a limites rígidos de receita bruta das investidas, R$ 16 milhões e R$ 300 milhões, respectivamente, que na prática funcionam como "tetos" de investimento. Essa limitação cria um problema operacional: se a companhia investida crescer e ultrapassar o limite de receita durante o período de investimento, o fundo pode ser obrigado a alienar a participação societária, justamente pelo desenquadramento da receita de sua investida. Trata-se, portanto, de um paradoxo regulatório: o sucesso da investida pode gerar o descumprimento da regra, tornando preferível a constituição do FIP como "Multiestratégia", categoria a qual não é atribuída os limites de faturamento às investidas.

Hoje, com a vigência da Resolução CVM 175, observamos a consolidação das regras aplicáveis aos diferentes tipos de fundo (FIF, FI-Infra, FIA, FIM, FIDC, FII, FIP, ETF etc.), substituindo um mosaico de instruções editadas ao longo de décadas e organizando a regulamentação em uma Parte Geral, de aplicação transversal, e Anexos Normativos específicos para cada categoria.

Dentre as inovações de maior relevância, destaca-se a formalização do regime de responsabilidade limitada dos cotistas, previsto no Art. 18 da Parte Geral (BRASIL, 2022). Esse dispositivo, ancorado no art. 1.368-C do Código Civil, com redação conferida pela Lei da Liberdade Econômica (BRASIL, 2019), passou a permitir que o regulamento dos fundos adote expressamente a limitação da responsabilidade dos cotistas ao valor por eles subscrito. No contexto dos FIP, essa inovação possui impacto direto sobre a atratividade do veículo: ao conferir aos cotistas um teto de responsabilização, o regime de responsabilidade limitada elimina o risco de que investidores sejam chamados a responder por passivos das companhias investidas que excedam o valor de suas cotas, incentivando maior apetite ao risco e ampliando o universo de potenciais investidores.

A Resolução CVM 175 promoveu, ainda, avanços estruturais relevantes, como a possibilidade de constituição de fundos com múltiplas classes e subclasses de cotas e a ampliação do limite de investimento no exterior para até 100% do capital subscrito em determinadas hipóteses.

Não obstante esses avanços estruturais, o núcleo dos requisitos de governança corporativa aplicáveis às companhias fechadas investidas permaneceu substancialmente inalterado. O Art. 8º do Anexo Normativo IV da Resolução CVM 175 reproduz, em sua essência, as mesmas exigências impostas desde a Instrução CVM 391, com uma única alteração relevante: a ampliação do prazo de mandato unificado dos membros do conselho de administração de um para dois anos — ajuste que, embora represente avanço em relação ao regime anterior, permanece aquém do prazo máximo de três anos previsto no art. 140, inciso III, da Lei nº 6.404/76.

A comparação entre os três marcos normativos evidencia a estabilidade dos requisitos de governança — que, sob a perspectiva deste trabalho, configura estagnação regulatória:

Requisito	ICVM 391 (2003)	ICVM 578 (2016)	RCVM 175 (2022)
Vedação a partes beneficiárias	Sim	Sim	Sim
Mandato unificado do CA	1 ano	2 anos	Até 2 anos
Disponibilização de contratos com partes relacionadas	Sim	Sim	Sim
Adesão a câmara de arbitragem	Sim	Sim	Sim
Adesão a segmento especial em caso de IPO	Sim	Sim	Sim
Auditoria anual por auditor registrado na CVM	Sim	Sim	Sim

Fonte: Elaboração própria

Nota-se que, desde a introdução dos requisitos de governança corporativa no ordenamento jurídico brasileiro, a única alteração substantiva foi a ampliação do mandato do conselho de administração. As demais exigências como vedação a partes beneficiárias, adesão obrigatória a câmara de arbitragem, auditoria por auditor registrado na CVM, compromisso de

adesão a segmento especial de bolsa em caso de IPO, permaneceram intactas, mesmo com profundas transformações da indústria de *private equity* no período.

Essa constatação corrobora a tese central deste trabalho: o modelo regulatório de governança corporativa dos FIP, ao manter requisitos padronizados e substancialmente inalterados ao longo de três marcos normativos sucessivos, não acompanhou a evolução da indústria que pretende regular. A Resolução CVM 175, embora tenha modernizado aspectos estruturais relevantes do veículo, reproduziu, no que tange à governança das investidas, o mesmo modelo uniforme e rígido herdado de 2003.

É significativo observar que a própria CVM parece ter reconhecido essa deficiência. Em 2024, a autarquia submeteu à consulta pública, por meio do Edital de Consulta Pública SDM nº 03/2024, uma proposta de modernização do Anexo Normativo IV da Resolução CVM 175 que contempla, entre outras alterações, a eliminação de três dos atuais seis requisitos de governança corporativa. A minuta propõe a eliminação do mandato unificado de dois anos como requisito obrigatório, a criação de faixas de dispensa baseadas no porte da investida, distinguindo "sociedades empresárias de pequeno porte" e "companhias de menor porte", e a flexibilização da exigência de participação no processo decisório, que passaria a ser disciplinada pelo regulamento da classe de cotas, e não mais imposta rigidamente pela norma. A própria CVM, no referido edital, reconhece que a participação no processo decisório "em muitos casos é um empecilho formal para a realização do investimento pelo FIP" e que nada impede que o gestor negocie as condições adequadas diretamente com a investida (BRASIL, 2024).

A existência dessa consulta pública reforça a pertinência da análise crítica empreendida neste artigo e sinaliza uma tendência regulatória no sentido de superar o modelo de requisitos padronizados em favor de uma abordagem proporcional, calibrada ao perfil de cada investida.

5. CONCLUSÃO

O presente artigo propôs-se a analisar os requisitos de governança corporativa impostos às companhias investidas pelos fundos de investimentos em participações, examinando sua evolução ao longo dos três marcos normativos que disciplinaram a matéria e avaliando sua adequação à atual maturidade da indústria brasileira.

A investigação revelou que, ao longo de mais de duas décadas, o núcleo dos requisitos de governança permaneceu substancialmente inalterado, a despeito das profundas

transformações experimentadas pela indústria. A vedação à emissão de partes beneficiárias, a adesão obrigatória a câmara de arbitragem, a auditoria por auditor registrado na CVM e o compromisso de adesão a segmento especial de bolsa em caso de IPO foram reproduzidos, quase literalmente, em todos os diplomas normativos, sendo a ampliação do mandato do conselho de administração de um para dois anos a única alteração substantiva verificada no período.

Essa estabilidade normativa, que em outros contextos poderia ser interpretada como sinal de maturidade regulatória, revela-se, no caso dos FIP, como estagnação: a regulamentação não acompanhou a ascensão do *venture capital* e das *startups*, a internacionalização das operações de investimento, a crescente sofisticação dos instrumentos contratuais de governança e a própria diversificação do perfil das companhias investidas.

A análise individualizada de cada requisito confirmou a hipótese central do trabalho. A vedação às partes beneficiárias possui alcance prático reduzido, dado o desuso generalizado do instrumento. O mandato unificado de dois anos permanece em desalinhamento com o prazo de três anos previsto na Lei das Sociedades Anônimas (BRASIL, 1976), comprometendo a continuidade administrativa dos conselhos. A adesão obrigatória a câmara de arbitragem impõe custos desproporcionais a companhias em estágio pré-operacional. A obrigação de adesão a segmento especial de bolsa pode restringir as alternativas de desinvestimento do fundo por meio de IPO. E a exigência de auditoria por auditor registrado na CVM cria obstáculos ao investimento em estruturas societárias transfronteiriças, notadamente nas companhias *flipadas*.

A tentativa da Instrução CVM 578 de endereçar essas deficiências por meio da criação de categorias com dispensas parciais — FIP Capital Semente e FIP Empresas Emergentes — revelou-se insuficiente, conforme evidenciado pela baixa adesão do mercado: apenas 7,5% dos FIP registrados na ANBIMA enquadraram-se nessas categorias. A preferência esmagadora dos gestores pela categoria Multiestratégia demonstrou que o modelo de dispensas pontuais, atreladas a limites rígidos de faturamento, não constituiu resposta adequada ao problema da padronização excessiva.

Paralelamente, a análise do requisito de efetiva influência permitiu a formulação de uma contribuição conceitual: a caracterização do rol normativo como um "falso rol exemplificativo", no qual a abertura formal do enunciado é materialmente restringida pela identidade funcional do veículo. A demonstração, por meio de exemplo extremo, de que *covenants* de dívida podem conferir poder econômico equivalente ao de mecanismos societários tradicionais, sem, contudo, satisfazer a lógica participativa do FIP, evidenciou os limites e os riscos dessa técnica normativa.

É significativo que a própria CVM tenha reconhecido a necessidade de reformulação. O Edital de Consulta Pública SDM nº 03/2024 propõe alterações que convergem com as análises formuladas neste trabalho, isto é, a eliminação do mandato unificado como requisito obrigatório, a criação de faixas de dispensa proporcionais ao porte da investida e a flexibilização da exigência de participação no processo decisório, que passaria a ser disciplinada pelo regulamento da classe de cotas. A existência dessa consulta pública sinaliza uma tendência regulatória no sentido de abandonar o modelo padronizado em favor de uma abordagem proporcional, calibrada à realidade de cada investimento.

Conclui-se, portanto, que o modelo regulatório de governança corporativa dos FIP, tal como atualmente vigente, não é adequado à heterogeneidade do sistema de *private equity* brasileiro. A imposição de requisitos padronizados a companhias de portes radicalmente distintos gera custos de conformidade desproporcionais, restringe a flexibilidade operacional dos gestores, podendo afastar do universo de potenciais investidas justamente as companhias que mais se beneficiariam do aporte de recursos e da governança proporcionados pelos fundos de *private equity*. A superação desse modelo depende, portanto, da adoção de uma abordagem regulatória que, sem abdicar da proteção dos cotistas, reconheça que governança corporativa eficaz não se mede pela uniformidade dos requisitos formais, mas pela adequação dos mecanismos ao contexto específico de cada relação de investimento.

6. REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS - ANBIMA. **Fundos de Investimento**. 2026. Disponível em: https://data.anbima.com.br/busca/fundos. Acesso em 1º de maio de 2026.

B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Regulamento do Novo Mercado. Versão de 5 de fevereiro de 2026, com vigência a partir de 5 de fevereiro de 2026**. São Paulo: B3, 2026. 47 p. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/estrutura-normativa/listagem/. Acesso em: 27 de abril de 2026.

BEZERRA, Julio Cesar de Azevedo. **Introdução à indústria de private equity no Brasil**. 1999. 157 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. Disponível em: https://repositorio.fgv.br/items/37ce70e8-7931-4452-9240-5e157f7c3614/full. Acesso em: 27 de abril de 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Consulta Pública SDM 03/2024: modernização do Anexo Normativo IV à Resolução CVM nº 175, de 2022, que dispõe sobre as regras específicas dos fundos de investimento em participações — FIP**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2024/sdm0324.html. Acesso em: 27 de abril de 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst391.html. Acesso em: 27 de abril de 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações (FIP). Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html. Acesso em: 27 de abril de 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. R**esolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que especifica. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html. Acesso em: 27 de abril de 2026.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Palácio do Planalto Presidência da República, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em 27 de abril de 2026.

BRASIL. **Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019**. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/l13874.htm. Acesso em: 27 de abril de 2026.

DINIZ, Gustavo S. **Curso de direito comercial**. 2. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2022. E-book. ISBN 9786559773022.

ERNST & YOUNG. **PE/VC Roundup December 2024**. Disponível em: https://www.ey.com/en_in/industries/private-equity/pe-vc-monthly-roundup. Acesso em: 27 de abril de 2026.

EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE. **Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance**. 01 dez. 1992. Disponível em: https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2024/10/cadbury-report.pdf. Acesso em: 27 de abril de 2026.

FENN, George W.; PROWSE, Stephen. **The Economics of the Private Equity Market**. Federal Reserve Bulletin, Washington, dez. 1995. Disponível em: https://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/1990-99/ss168.pdf. Acesso em: 27 de abril de 2026.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. Journal of Financial Economics, October, 1976, V. 3, No. 4, p. 305-360. Disponível em:

https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X. Acesso em: 27 de abril de 2026.

KLYNVELD, PEAT, MARWICK E GOERDELER. **Venture Pulse Q2 2024**. Disponível em: https://kpmg.com/br/pt/home/insights/2024/08/venture-pulse-q2-2024.html. Acesso em: 27 de abril de 2026.

LEITE, Leonardo Barém. **Governança Corporativa – Considerações sobre sua Aplicação no Brasil (das "Limitadas" às Sociedades Anônimas de Capital Pulverizado)**. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luís André N. de Moura (Coords.). Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2010, p. 504-528.

MACEY, Jonathan R. **Corporate governance: promises kept, promises broken**. Princeton: Princeton University Press, 2008. p. 241.

SAHLMAN, William. **The structure and governance of venture-capital organizations. Journal of Financial Economics**, vol. 27, p. 473-521, out. 1990. Disponível em: https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X90900658. Acesso em: 27 de abril de 2026.

SASSO, Rafael de Campos. **Qualidade de Lucros e Estrutura de Propriedade: A Indústria de Private equity no Brasil**. 2012. 120 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo. Disponível em: https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14122012-165130/pt-br.html. Acesso em: 27 de abril de 2026.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, 397 p.

TEMPORIN, Ana Paula Alexandre, apud FGV. **Governança corporativa na relação entre fundos de private equity e empresas investidas**. 2016. Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito) – Insper, São Paulo, 2016.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, 322 p.