PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
Faculdade de Direito

LEANDRO SUTILI PEREIRA

**A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento: Uma Análise sob as
Perspectivas Condominial e Societária**

SÃO PAULO-SP
2023

LEANDRO SUTILI PEREIRA

**A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento: Uma Análise sob as
Perspectivas Condominial e Societária**

Monografia II apresentada no 10º período do curso de graduação em direito na Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, enquanto requisito essencial para a obtenção do grau de bacharel, sob orientação do docente Dr. Fábio Costa Couto Filho.

SÃO PAULO-SP

2023

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, que sempre esteve presente em minha vida, mesmo em momentos de grandes incertezas.

Aos meus pais, Sinara e Rogério, por todo o amor, carinho, suporte e por tudo o que vivemos juntos.

Às minhas irmãs, Lívia e Alice.

À minha eterna avó Salete, que neste ano passou a acompanhar meus passos lá de cima.

Aos amigos que me acompanharam ao longo do curso, em especial, ao David Lima, Felipe Galo, João Heberty, Pedro Henrique de Siqueira, à Beatriz Almendra e à Luíza Nogueira.

Aos meus amigos da República de Perdizes, Gabriel Silveira, Milena Flor e Tauã Covello, que fizeram minha vida em São Paulo mais leve, especialmente ao Gabriel, que me acompanha há mais tempo e cuja trajetória acadêmica tive o privilégio de acompanhar.

À Victória Rubim pela amizade e carinho.

Ao meu orientador, Fábio Costa Couto Filho, que além de me inspirar nos estudos de Direito Empresarial, se tornou um querido amigo.

Por fim, agradeço ao Ageval Dória Júnior e Matheus Corredato Rossi, que me deram a oportunidade de trabalhar no escritório Bocater Camargo Costa e Silva Rodrigues Advogados, onde tive e continuo tendo acesso a grandes desafios e oportunidades de aprendizado na área de estudo.

RESUMO

O presente estudo se propõe a analisar a natureza jurídica dos fundos de investimento, recentemente classificados como “condomínios de natureza especial” pela Lei 13.874 de 20 de setembro de 2019. Para tanto, serão delimitadas algumas das principais características dos condomínios em geral e das sociedades, com foco nas sociedades em conta de participação e nas sociedades em comum, que são as que mais se aproximam das características dos fundos de investimento de acordo com a posição associativa. O objetivo da análise será alcançar uma resposta acerca da adequação do regime jurídico atribuído pela lei ao instituto valendo-se da metodologia comparativa, sem deixar de analisar questões de cunho histórico e teleológico.

Palavras-chave: 1. Fundos de Investimento; 2. Condomínio; 3. Sociedade; e 4. Natureza Jurídica.

ABSTRACT

This study aims to analyze the legal nature of investment funds, recently classified as "special purpose condominiums" by Law 13.874 of September 20, 2019. To do so, it will define some of the main characteristics of condominiums and companies, focusing on partnerships and irregular companies, which are the closest to the features of investment funds according to the associative position. The objective of the analysis is to reach an answer regarding the adequacy of the legal regime attributed by the law to the institute, using a comparative methodology, without neglecting historical and teleological issues.

Keywords: 1. Investment Funds; 2. Condominium; 3. Companies; and 4. Legal Nature.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
1. MERCADOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL	11
1.1. Mercado de Crédito.....	13
1.2. Mercado Monetário	13
1.3. Mercado Cambial	14
1.4. Mercado de Capitais	14
1.4.1. Valores Mobiliários.....	16
2. FUNDOS DE INVESTIMENTO	18
2.1. Conceito e Características Básicas.....	18
2.2. Considerações Históricas dos Fundos de Investimento.....	21
2.3. Estrutura dos Fundos de Investimento.....	29
2.3.1. Constituição e Documentos Relevantes	30
2.3.2. Cotas e Cotistas	32
2.3.3. Emissão, Distribuição e Subscrição de Cotas	32
2.3.4. Amortização e Resgate	33
2.3.5. Assembleia Geral de Cotistas.....	33
2.3.6. Prestadores de Serviços, Remuneração e Encargos	34
2.4. Síntese do Funcionamento dos Fundos de Investimento.....	36
3. CONDOMÍNIOS	38
3.1. Definição, Classificações e Características.....	38
3.2. Análise dos Fundos de Investimento sob a Perspectiva Condominial	41
3.3. Considerações e Conclusão Sobre a Análise	45
4. SOCIEDADES	46
4.1. Definição, Classificações e Características.....	46
4.2. Análise dos Fundos de Investimento sob a Perspectiva Societária	50
4.2.1. Sociedades em Comum	53
4.2.2. Sociedades em Conta de Participação.....	55
4.3. Considerações e Conclusão sobre a Análise.....	58
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO	60
BIBLIOGRAFIA	63

INTRODUÇÃO

Atualmente, os fundos de investimento no Brasil representam, em valor, aproximadamente 81% (oitenta e um por cento) do PIB de 2022¹ e são uma oportunidade atrativa de entrada no mercado de capitais, na medida em que a forma como são estruturados oferece gestão patrimonial profissional, diversificação de investimentos, liquidez e custos operacionais reduzidos.

Grande parte do crescimento destes veículos pode ser resumida pela conjugação de três fatores: a queda da taxa de juros; a ampliação do acesso à informação pelas redes sociais; e a modernização das plataformas de negociação de valores mobiliários.

A queda da taxa de juros para 1,90% ao ano em 05/08/2020² foi um marco importante para o desenvolvimento da indústria de fundos, pois afetou o rendimento de investimentos conservadores que historicamente davam bons retornos, como a poupança e títulos de dívida pública, forçando os poupadores a saírem da zona de conforto para procurar outras opções de investimento. Como o investimento direto em ações ou ativos negociados em bolsa costumam demandar certo conhecimento técnico para fins de precificação (*valuation*), muitos desses poupadores viram os fundos de investimento como uma oportunidade interessante de entrada no mercado de capitais.

A ampliação da informação, ao lado da queda da taxa de juros, teve seu papel de relevância, se considerado que grande parte da população brasileira padece de

¹ De acordo com dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o Produto Interno Bruto do Brasil em 2022 foi de R\$ 9,9 trilhões de reais (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Produto Interno Bruto**. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>. Acesso em: 31 ago. 2023). Segundo dados disponibilizados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), em 22/08/2023, o patrimônio líquido total dos fundos de investimento perfazia o valor de 8.059.750,6 milhões de reais (Anbima. **Consolidado Diário de Fundos de Investimento**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-diario.htm. Acesso em: 31 ago. 2023). O resultado percentual indicado consiste na divisão do patrimônio líquido dos fundos de investimento com o produto interno bruto.

² De acordo com dados disponíveis no sítio do Banco Central do Brasil, a taxa de juros permaneceu em 1,90% ao ano por quatro meses consecutivos e começou a subir gradualmente a partir de 17/03/2021. Em 03/08/2022 houve uma estabilização de 13,65% ao ano (Banco Central do Brasil. **Taxas de Juros Básica**. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>. Acesso em: 31 ago. 2023). Esse aumento da taxa de juros, ao lado de outros fatores, abalou fortemente a indústria dos fundos de investimento, que contou com resgates expressivos no ano de 2022, conforme demonstram relatórios publicados pela ANBIMA (Anbima. **Boletim de Fundos de Investimentos**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/boletim-de-fundos-de-investimentos.htm. Acesso em: 31 ago. 2023).

analfabetismo econômico, em parte causado pela ausência de noções básicas de economia nas grades curriculares de ensino e, em parte pelo receio decorrente de uma cultura historicamente conservadora, avessa a riscos³. Neste sentido, o surgimento de *youtubers*⁴ que passaram a criar conteúdo nesta seara e o investimento das instituições financeiras e de auxiliares de mercado na produção de materiais explicativos acabou servindo como um impulso para poupadores buscarem outras oportunidades de aplicação, dentre as quais, as proporcionadas pelos fundos de investimento.

O aprimoramento das plataformas de investimento também foi importante, na medida em que elas passaram a possibilitar aportes pelo computador e celular, a disponibilizar, a qualquer momento, o histórico de rendimento dos fundos e de seus respectivos documentos descritivos, bem como a possibilitar a votação eletrônica nas assembleias gerais de cotistas⁵.

Apesar de sua relevância, o instituto dos fundos não costuma a ser abordado nas faculdades de Direito por diversas razões compreensíveis, dentre as quais a elevada carga de matéria que precisa ser passada ao longo dos anos de graduação, a especificidade do instituto e a concentração de oportunidades de trabalho na área nos principais centros financeiros do país.

Fato que despertou o interesse pela redação desta monografia, foi o recente reconhecimento do instituto pelo Código Civil como “condomínio de natureza especial” no Capítulo X (Do Fundo de Investimento), Título III (Da Propriedade), do Livro III (Do

³ De acordo com dados da Anbima, na 5ª Edição do Raio X do Investidor, a caderneta de poupança é o produto mais utilizado pelos brasileiros, havendo poupadores que, inclusive, ainda guardam dinheiro de baixo do colchão. Neste sentido, confira-se: “dentre os investimentos que a população conhece, a caderneta de poupança é o produto financeiro mais utilizado entre os brasileiros, com 23% das menções. Este percentual sobe para 35% na classe A/B e cai para 14% na D/E. Já os demais produtos, como fundos de investimento, títulos privados, ações e ativos digitais, apresentam uma participação baixa na carteira de investimento da população. E uma pequena parte dos brasileiros ainda guarda dinheiro em casa e/ou ‘no colchão’ (2%).” (Anbima. **Raio X do Investidor**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2022.htm. Acesso em: 31 ago. 2023).

⁴ Sobre os *youtubers*, não há julgamento sobre a qualidade do conteúdo vinculado, apenas uma constatação de que tiveram sua importância nesse processo.

⁵ De acordo com dados da Anbima, na 5ª Edição do Raio X do Investidor, em 2020, 62% (sessenta e dois por cento) das aplicações financeiras foram realizadas por meio de aplicativo do banco; 55% (cinquenta e cinco por cento), por meio de comparecimento nas agências; 39% (Trinta e nove por cento), por meio do site do banco; 22% (vinte e dois por cento), por meio do aplicativo da corretora; 22% (vinte e dois por cento), por meio de telefone do banco; 19% (dezenove por cento) por meio do site da corretora de investimento; e 4% (quatro por cento) por meio de clubes de investimento. Desses percentuais, merece destaque as operações realizadas por meio do aplicativo e do site da corretora, que perfazem 41% (quarenta e um por cento) dos meios utilizados em 2020 para investimento (Anbima. **Raio X do Investidor**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2022.htm. Acesso em: 31 ago. 2023).

Direito das Coisas), com a edição da Lei 13.874, de 20 de setembro de 2019 (Lei da Liberdade Econômica), que positivou na legislação civil a posição condominial adotada pela Lei 4.728, de 14 de julho de 1975, e pelas normas editadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Esse reconhecimento lembrou uma antiga discussão doutrinária havida entre os adeptos da teoria associativa e da teoria condominial⁶, questão que embasa o presente estudo, cujo objetivo é analisar cada um dos institutos delimitados, com extração de informações necessárias para efeitos de comparação e, conseqüente, tomada de posição.

Para se atingir esse objetivo, o estudo fará uma breve análise sobre os mercados do Sistema Financeiro Nacional, com identificação do ambiente em que se inserem os fundos de investimento.

Após a exposição do meio em que se inserem os fundos de investimento, será apresentada uma noção preliminar sobre o que se entende por fundos de investimento, com exposição de algumas de suas principais características.

Em seguida, será feita uma breve análise histórica do instituto, que oferecerá subsídios para compreender o motivo da opção do legislador pelo regime jurídico adotado, com identificação de sua origem em países chave, como Holanda, Inglaterra e Estados Unidos, e do processo de desenvolvimento no Brasil.

Com base nesse conteúdo preliminar, será analisada a organização do instituto à luz das normas existentes, com exposição de seus principais documentos,

⁶ Sobre as discussões, confira-se (i) ALONSO, Félix Ruiz. **Os Fundos de Investimento. Condomínios Mobiliários**. Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 66, pp. 268-269; (ii) CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 261; (iii) FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 228; (iv) BORGES, Florinda Figueiredo. **Os Fundos de Investimento: Reflexões sobre sua Natureza Jurídica**. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 41- 65; (v) GUEDES, Vinícius Mancini. **Sociedade e Comunhão – Os fundos de Investimento**. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). **Direito societário contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 67-86, (vi) FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. Conflito de Interesses Apurado pela Própria Assembleia de quotistas. Quórum Qualificado para Destituição de Administrador de Fundo**. Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa. São Paulo: Malheiros Editores, 2009, pp. 187-2015; e (vii) PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016, pp. 39-56; e (viii) RIBEIRO, Leonardo Fernandes da Matta. **A Natureza Condominial do Fundo de Investimento em Participações – FIP e a Possibilidade de Extinção do Condomínio por Exercício do Direito Potestativo do Cotista**. Rio de Janeiro: tese de mestrado publicada pela FGV, 2016, pp. 88-96.

características, prestadores de serviço e, por fim, a exposição sobre a forma como o dinheiro dos cotistas é gerido dentro da estrutura.

Com essa noção mais completa da organização dos fundos e do seu processo evolutivo, será possível analisar características dos condomínios e das sociedades, com foco nos aspectos mais relevantes em termos de semelhanças reconhecidas pelos estudiosos do tema.

Por fim, com base nas informações extraídas dos três institutos, será possível partir para a etapa da comparação e da formação de posição, objetivo estabelecido pelo presente estudo.

O método adotado para o desenvolvimento da pesquisa será o dedutivo, de forma que todas as conclusões alcançadas serão obtidas por meio da análise de pesquisas especializadas, de leis e normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, autarquia de natureza especial que possui competência para regulamentar os fundos de investimento.

1. MERCADOS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Para se compreender o que são os fundos de investimento, é preciso compreender o ambiente em que eles estão inseridos, que é o mercado de capitais. Para cumprir com esse objetivo, será feita uma breve abordagem neste item acerca dos quatro mercados existentes para se ter uma ideia da dinâmica de cada um, o que fornecerá conteúdo para compreender as particularidades dos fundos.

Porém, não custa lembrar que esta divisão frequentemente encontrada nos livros tem propósito meramente pedagógico, pois na prática, os mercados não só se comunicam entre si, como continuamente são reunidos em uma mesma instituição, a exemplo do que se observa nos bancos múltiplos⁷.

Mas antes de diferenciar os quatro mercados existentes (mercado de crédito, mercado monetário, cambial e mercado de capitais), é importante tecer considerações sobre o que esses quatro têm em comum, que é o objetivo de viabilizar o fluxo de capitais entre agentes superavitários e agentes deficitários.

Os agentes superavitários (ou poupadores), conforme aduz Assaf Neto⁸, são aqueles que têm a capacidade de gastar em consumo e investimento menos do que auferem de rendimento, o que viabiliza a formação de um excedente de poupança. Os agentes deficitários (ou tomadores), ao inverso, são aqueles que despendem em consumo e em investimento valores mais altos que sua renda o que, por consequência, os leva tomar emprestado recursos de terceiros para suprir as próprias necessidades.

Contudo, como se sabe, nem sempre as transações diretas entre os poupadores e tomadores são possíveis ou suficientes, em razão de diversos fatores, dentre os quais, a assimetria de informações entre as partes, o risco do negócio para o poupador, os custos decorrentes da transação, a limitação legal à cobrança de juros por pessoas que não instituições financeiras e o valor do empréstimo⁹.

⁷ Os bancos múltiplos estão disciplinados pela Resolução 2.099 do Banco Central do Brasil, que estabelece que serão considerados como tais, aqueles que forem constituídos com, no mínimo, duas carteiras, sendo uma delas, obrigatoriamente, comercial ou de investimento.

⁸ NETO, Alexandre A. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Grupo GEN, 2021, p. 43.

⁹ “Se cada agente deficitário fosse isoladamente procurar um agente superavitário que pudesse lhe fornecer os recursos necessários de acordo com as suas pretensões, além de ser praticamente impossível conciliar os interesses e disponibilidades, isso geraria, em regra, um enorme custo de transação. A instituição financeira, mediante planejamento e distribuição de seu fluxo de caixa, atua de forma a concentrar e ajustar as operações entre os agentes econômicos, tornando-se parte nas

Sob influência de alguns destes e de outros problemas, foram constituídos os bancos modernos, com função essencial de promover a intermediação entre os recursos dos poupadores e as necessidades dos tomadores¹⁰, assegurando aos primeiros uma taxa juros sobre o capital depositado (operação passiva) mediante cobrança dos segundos de uma taxa de juros mais elevada sobre o capital disponibilizado (operação ativa)¹¹. Essa diferença entre a taxa de juros cobrada do poupador e a entregue ao tomador é o que se convencionou denominar de *spread* bancário¹², que é o que garante a remuneração das instituições financeiras nesta espécie de operação.

Com o tempo, o sistema financeiro em sentido amplo foi se desenvolvendo, novos ativos foram e continuam a ser criados e novos serviços começaram a ser oferecidos pelos agentes financeiros, que passaram a se segmentar ou a acumular mais de uma atividade. Nos próximos subitens, serão explorados os quatro mercados existentes.

relações com cada um dos envolvidos.” (CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 25.

¹⁰ Nelson Abrão, com base em estudo de Giacomo Molle, ensina que desde a Antiguidade as práticas bancárias já eram conhecidas, mencionando que as operações de empréstimos ocorriam com frequência na Babilônia, Egito e Fenícia, a partir do século VI a.C., tendo sido aperfeiçoadas no mundo greco-romano, que, dentre outras atividades, passaram a aceitar depósitos de moedas e valores; a fazer empréstimos a juros, garantidos ou a descoberto; e a intermediar pagamentos entre praças distantes. (ABRÃO, Nelson. **Direito Bancário**. São Paulo: Saraiva, 2019, pp. 36-37).

¹¹ “Ao centralizar a oferta e a procura de dinheiro, a instituição financeira empreende uma atividade dupla: ao captar recursos junto aos poupadores, remunera-os com juros; ao colocá-los à disposição dos tomadores de recursos, cobra destes juros. A remuneração da instituição financeira (o chamado “*spread*” bancário) consiste na diferença entre a taxa de juros pagos na captação e os juros cobrados nos repasses. Num primeiro momento, ao receber o crédito, o banco figura no polo passivo da relação comercial, tornando-se devedor do detentor de recursos, daí serem chamadas tais operações de “passivas” dos bancos; no segundo momento, ao dar o crédito, tornando-se credor do agente econômico deficitário, prática típica operação bancária “ativa”. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; Parente, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2019, pp. 29-30.

¹² Segundo dados do The World Bank, em 2022, o *spread* bancário do Brasil figurava como o terceiro maior do mundo, atrás apenas de Zimbábue e Madagascar (The World Bank. **Interest Rate Spread**. Disponível em: https://data.worldbank.org/indicador/FR.INR.LNDP?most_recent_value_desc=true. Acesso em: 31 ago. 2023). Sobre a matéria, existe um estudo aprofundado acerca da evolução do *spread* bancário no Brasil que apresenta um compilado de fatores apontados pela literatura como justificativa para o *spread* que se observa hoje, dentre eles: (i) elevada inadimplência; (ii) instabilidade econômica; (iii) cunha fiscal; (iv) depósitos compulsórios; (v) custos administrativos dos bancos; e (vi) taxa básica de juros elevada (AFONSO, José Roberto; KÖLER, Marcos Antônio; e FREITAS, Springer de. **Evolução e Determinantes do Spread Bancário no Brasil**. Centro de Estudos da Consultoria do Senado Federal: Brasília, 2019. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/publicacoes/estudos-legislativos/tipos-de-estudos/textos-para-discussao/td-61-evolucao-e-determinantes-do-spread-bancario-no-brasil> Acesso em: 31 ago. 2023).

1.1. Mercado de Crédito

O mercado de crédito, também conhecido como mercado bancário ou financeiro em sentido estrito¹³, envolve as operações de empréstimo viabilizadas pelas instituições financeiras por meio da intermediação entre agentes superavitários e deficitários.

Nele, as instituições financeiras captam recursos dos agentes superavitários, em nome próprio, por meio de operações passivas, e os repassa aos agentes deficitários em operações ativas¹⁴, assumindo os riscos, os direitos e as obrigações respectivas, uma vez que o detentor e o tomador de recursos não se relacionam diretamente¹⁵.

Normalmente, essas operações realizadas neste mercado são de curto e médio prazo e se destinam ao consumo ou ao capital de giro de sociedades. Como exemplos de formalização do negócio, podem ser mencionados o cheque especial, a conta garantida e o crédito direto ao consumidor¹⁶.

1.2. Mercado Monetário

O mercado monetário é aquele que se estrutura com o escopo de controlar a liquidez monetária da economia e das taxas de juros fixadas pelas autoridades monetárias. Por meio dele as instituições financeiras suprem eventuais desencaixes financeiros enquanto o governo financia suas necessidades de caixa e realiza a rolagem de sua dívida¹⁷.

As transferências de recursos neste mercado ocorrem em períodos de curtíssimo prazo e as operações são realizadas entre as próprias instituições financeiras ou entre elas e o Banco Central, normalmente em prazos de um dia (*overnight*)¹⁸.

Na prática, quando o volume de dinheiro estiver maior que o desejado pela política governamental, o Banco Central intervém vendendo títulos e retirando moeda de circulação, operação que reduz a liquidez da economia.

¹³ PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado Como Proteção do Investimento Privado**. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 61.

¹⁴ *Ibidem.*, p. 61.

¹⁵ EIZIRIK, Nelson *et al.*, *Op. Cit.*, p. 34.

¹⁶ PRESENTE, Ronaldo. **Mercados Financeiros**. Disponível em: <https://educapes.capes.gov.br/bitstream/capes/553591/2/eBook%20FCCC48-Mercados%20Financeiros.pdf>. Acesso em: 31 ago. 2023, p.29.

¹⁷ NETO, Nelson Assaf. *Op. cit.*, p. 65.

¹⁸ PRESENTE, Ronaldo. *Op. Cit.* pp. 25-26.

Em situação inversa, quando há menos dinheiro em circulação do que o desejado, o Banco Central intervém comprando títulos, o que aumenta a circulação de dinheiro no mercado¹⁹.

1.3. Mercado Cambial

No mercado cambial, as operações realizadas envolvem troca de moedas sob a fiscalização do Banco Central em curto prazo e se divide em dois segmentos, o mercado primário e o mercado secundário de câmbio.

O mercado primário de câmbio envolve operações entre o banco e seus clientes, podendo ser mencionado o exemplo dos exportadores que necessitam trocar divisas que recebem de suas vendas ao exterior por moeda nacional e dos importadores, que precisam comprar divisas para remetê-las a seus fornecedores externos. Neste mercado, há entrada e saída de divisas, podendo afetar o balanço de pagamentos do país²⁰.

O mercado secundário, por sua vez, envolve operações de compra e venda de divisas entre os bancos para suprir necessidades de moeda estrangeira²¹.

1.4. Mercado de Capitais

Por fim, o Mercado de Capitais surge como uma alternativa às aplicações tradicionais, na medida em que nele os poupadores têm a oportunidade de investir diretamente em empreendimentos que entendam interessantes, desde que estejam dispostos a assumir os riscos deles decorrentes²², por isso ele é denominado por alguns especialistas como mercado da desintermediação financeira²³. Neste

¹⁹ *Ibidem.*, pp. 25-26.

²⁰ *Ibidem.*, p. 31.

²¹ *Ibidem.*, p. 31.

²² *Ibidem.*, p. 28.

²³ Nas lições de Roberto Quiroga, no mercado de valores mobiliários, "(...) os capitais transitam de forma direta entre o doador e o tomador de recursos. Os negócios realizados neste mercado são negócios de participação, onde o investidor ou o aplicador canaliza seus recursos para aquele que está carente deles, sem que se faça necessária a existência da instituição financeira assumindo o risco do crédito. Isso não quer dizer que a entidade financeira não esteja presente na consecução do negócio. Pelo contrário, sua presença é obrigatória, mas agora, como mera interveniente na operação." MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no Mercado de Capitais**. São Paulo: Dialética, 1998, p. 20. Disponível em:

https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3173761/mod_resource/content/1/QUIROGA%20-%20Merc%20Fin%20x%20Merc%20de%20Capitais.pdf. Acesso em: 31 ago. 2023.

mercado, espera-se um rendimento superior ao do mercado da intermediação, dado que os riscos costumam ser maiores para o investidor²⁴.

Assim, quando o investidor compra ações de uma companhia no mercado de capitais, deve ter ciência de que não há nenhuma garantia de retorno futuro e de que seu patrimônio está suscetível à grandes perdas. A responsabilidade, neste caso, é limitada ao preço das ações adquiridas, conforme introduz a Lei das Sociedades Anônimas.

Situação semelhante se aplica às cotas dos fundos, com a diferença de que esse tipo de investimento pode acarretar perdas superiores ao patrimônio investido, obrigando os investidores a aportarem mais recursos para a compensação do prejuízo enfrentado²⁵.

Esse mercado, assim como o mercado de câmbio, subdivide-se em dois segmentos, o mercado primário e o mercado secundário.

No mercado primário, conforme explica Quiroga²⁶, as pessoas que necessitam de capital emitem valores mobiliários e os colocam à disposição do público. Ou seja, é no mercado primário que o emissor dos valores mobiliários efetivamente adquire o valor a ser destinado para seus projetos de investimento.

No mercado secundário, por sua vez, ocorrem as negociações dos valores mobiliários adquiridos no mercado primário²⁷, o que garante maior liquidez aos investimentos e até mesmo viabiliza as aquisições no mercado primário, se

²⁴ “A função econômica essencial do mercado de capitais é a de permitir às sociedades empresárias, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas; como não se tratam de empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto no caso de debêntures ou de *commercial papers*, que também integram o mercado de capitais), mas, isto sim, a remunerá-los, sob a forma de dividendos, caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras. Daí decorre a natureza do mercado de capitais como um mercado “de risco”, uma vez que os investidores não têm qualquer garantia quanto ao retorno de seus investimentos, que dependerá dos resultados do empreendimento econômico desenvolvido pela companhia. Embora as ações constituam investimentos de risco, são, usualmente, dotadas de liquidez, isto é, podem ser rapidamente transformadas em dinheiro, particularmente quando admitidas à negociação em Bolsa de Valores.” EIZIRIK, Nelson *et al.* *Op. Cit.*, pp. 35-36.

²⁵ Neste tocante, é válido destacar que a possibilidade de limitar a responsabilidade dos cotistas ao valor de suas cotas é uma novidade introduzida pela Lei da Liberdade Econômica, que autorizou os regulamentos dos fundos a limitarem a responsabilidade dos cotistas (conforme art. 1.368-D, I, do Código Civil). Pouco tempo depois, a CVM editou a Resolução nº 175, que impôs aos cotistas o dever de atestar ciência dos riscos decorrentes da responsabilidade ilimitada caso pretendam adquirir cotas que não tenham adotado o regime da limitação (conforme art. 29, § 3º, da Resolução CVM nº 175).

²⁶ MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Op. Cit.*, p. 22.

²⁷ *Ibidem.*, p. 22.

considerado que a dificuldade de venda de um ativo torna o investimento menos atrativo sob ponto de vista do potencial investidor.

As operações no mercado secundário normalmente são realizadas na Bolsa de Valores²⁸ ou no mercado de balcão²⁹, mas também podem ser feitas diretamente entre particulares, fora do mercado de capitais³⁰.

1.4.1. Valores Mobiliários

Os valores mobiliários não possuem uma definição legal, mas normalmente estão relacionados a títulos que corporificam investimento de risco, nos quais o retorno do investidor está diretamente ligado ao sucesso do empreendimento³¹. A determinação sobre o que é e o que não é valor mobiliário possui finalidade instrumental, pois a partir do momento em que algo é definido como tal, sua regulação e fiscalização passa a ser de competência da Comissão de Valores Mobiliários³².

Esta determinação vem prevista no art. 2º da lei 6.385, de 7 de setembro de 1976, de forma taxativa entre os incisos I a VIII e de forma aberta no inciso IX³³. Dentre os valores mobiliários previstos de forma taxativa, podem ser mencionados as ações; as debêntures; os bônus de subscrição; as notas comerciais; os contratos futuros, de opções e derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários e, o mais

²⁸ “As Bolsas constituem entidades que permitem a centralização das operações no mercado secundário, dotadas de sistemas de pregão ‘viva voz’ (cada vez menos utilizados) ou eletrônico, mediante os quais se assegura a continuidade das operações e a divulgação instantânea dos preços praticados. Ademais, proveem todas as facilidades para a custódia e a transferência dos valores mobiliários nelas listados. Atuam, ainda, como corporações autorreguladoras, na medida em que regulam a conduta das instituições que nelas operam, zelando para que sejam preservados elevados padrões éticos nas negociações.” EIZIRIK, Nelson *et al.* *Op. Cit.*, p. 39.

²⁹ “(...) o mercado de balcão constitui o conjunto das operações de mercado secundário realizadas fora das Bolsas de Valores, porém, com a intermediação de instituições financeiras. A Lei nº 6.385/1976, em seu artigo 2º, § 3º, inciso IV, distingue o mercado de balcão ‘organizado’ do ‘não organizado’: o primeiro é institucionalizado, isto é, existe uma entidade onde são centralizadas as operações, enquanto, no segundo, tal não ocorre, não havendo, assim, maior transparência dos negócios realizados com a intermediação de instituições financeiras”. EIZIRIK, Nelson *et al.* *Op. Cit.*, p. 39.

³⁰ EIZIRIK, Nelson *et al.* *Op. Cit.*, p. 39

³¹ EIZIRIK, Nelson *et al.* *Op. Cit.*, p. 60.

³² *Ibidem.*, p. 61.

³³ Diferenciação delineada no Parecer de Orientação CVM 40, de 11 de outubro de 2022, destinado a analisar a questão dos criptoativos no mercado de valores mobiliário. Neste ponto, é possível observar que o Brasil seguiu a mesma linha de regulação norte-americana, que define o que pode e o que não pode ser considerado como valores mobiliários por meio da adoção do *Howey Test*. Sobre o desenvolvimento do teste na Suprema Corte norte americana, confira-se EIZIRIK, Nelson *et al.* *Op. Cit.*, p. 65-71. Os requisitos que normalmente são analisados pelo teste para efeitos de enquadramento no conceito de *securities* são: *investment of money*; *common enterprise*; *expectation of profits*; e *solely from the efforts of others*.

importante para fins do presente estudo, as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários.

2. FUNDOS DE INVESTIMENTO

2.1. Conceito e Características Básicas

Para Mário Tavernard Martins Carvalho³⁴, os fundos de investimento são uma espécie de mecanismo de investimento coletivo que, mediante a diversificação da carteira e oferecimento de administração especializada, objetivam a redução de riscos e o oferecimento de retornos superiores se comparados a investimentos individualmente realizados.

Para Ricardo de Santos Freitas, mencionado por Pavia, cinco são os elementos essenciais dos fundos de investimento: contribuição com bens; finalidade econômica; partilha de resultados; administração profissional; e distribuição pública das cotas.³⁵

A definição normativa do instituto encontra previsão no art. 4º da Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022 (RCVM 175), que diz o seguinte:

Art. 4º 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 acordo com a regra específica aplicável à categoria do fundo.³⁶

Atualmente, dentro das categorias mais conhecidas de fundos de investimento destacam-se a dos fundos de investimento financeiros (FIFs), fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs), em participações (FIPs) e a dos fundos de investimento imobiliário (FII).

Os FIFs correspondem aos fundos que antes vinham regulamentados pela Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014 (ICVM 555), e se desdobram em quatro tipos diferentes, quais sejam: os fundos de investimento em ações (FIAs), os fundos de investimento cambial, os fundos de investimento multimercado (FIM) e os fundos de investimento de renda fixa (FIRF).

Cada categoria possui regras específicas de investimento devidamente regulamentadas nos anexos normativos da RCVM 175, que é o principal fator

³⁴ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. Cit.*, p. 35.

³⁵ PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. Cit.*, p. 45.

³⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022, com as alterações introduzidas pela Resolução CVM Nº 181/23. 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, p. 10.

determinante de sua classificação ao lado de outros critérios, como o público-alvo a que o fundo obrigatoriamente se destina, se for o caso³⁷, como a obrigatoriedade ou não de distribuição de resultados por período³⁸, como a possibilidade de resgates³⁹ e/ou até mesmo a própria forma de estruturação, situação que se evidencia a partir de uma leitura pormenorizada dos anexos normativos dos FIFs, dos FIPs e dos FII, por exemplo.

Dentro dos FIFs, para se delimitar o escopo de análise do conceito, a definição de Tavernad acerca da diversificação fica mais evidente, pois o próprio Anexo Normativo I da RCVM 175 impõe limites de investimento do patrimônio líquido por emissor e por ativo financeiro.

A esse propósito, no que se refere aos limites por emissor, o artigo 44 do Anexo Normativo I da RCVM 175 estabelece o seguinte:

Art. 44. A classe de cotas deve observar os seguintes limites máximos de concentração por emissor, sem prejuízo das demais regras de concentração aplicáveis ao seu tipo, nos termos da Seção VI:

I – até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido quando o emissor for instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil;

II – até 10% (dez por cento) do patrimônio líquido quando o emissor for companhia aberta, e, no caso de aplicações em BDR - Ações, quando o emissor for companhia aberta ou assemelhada, nos termos de norma específica;

III – até 10% (dez por cento) do patrimônio líquido quando o emissor for sociedade de propósito específico que seja subsidiária integral de companhia securitizadora registrada na categoria S2;

IV – até 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido quando o emissor for pessoa natural ou pessoa jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil; e

V – não há limites quando: a) o emissor for a União Federal; b) o emissor for fundo de investimento; ou c) a política de investimento prever a aquisição de ativos, fungíveis, de uma única emissão de valores mobiliários, hipótese na qual o termo de adesão deve conter alerta de que a classe está exposta ao risco de concentração em um único emissor.⁴⁰

³⁷ Os FIPs, por expressa disposição regulamentar, só podem receber investimentos de investidores qualificados (art. 4º do Anexo Normativo IV da RCVM 175), que são aqueles que se enquadram em pelo menos um dos incisos do art. 12 da Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021.

³⁸ Os FII, por expressa disposição legal, devem distribuir, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano (art. 9º, parágrafo único, da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993).

³⁹ Tanto as cotas dos FIPs como a dos FII são constituídas sob o regime fechado (art. 5º do anexo normativo IV e art. 3º do anexo normativo III, respectivamente), o que significa dizer que não é permitido o resgate de cotas, conforme dispões o art. 5º, § 7º, da RCVM 175.

⁴⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022, com as alterações introduzidas pela Resolução CVM Nº 181/23. 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. páginas 99-100, art. 44.

Em relação aos limites por modalidade de ativo financeiro, que devem ser aplicados cumulativamente com os limites de concentração por emissor, o art. 45 do Anexo Normativo I da RCVM 175 impõe quatro níveis de limitação:

Art. 45. Cumulativamente aos limites de concentração por emissor, a classe de cotas deve observar os seguintes limites de concentração por modalidade de ativo financeiro, sem prejuízo das normas aplicáveis ao seu tipo:

I – até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido para o conjunto dos seguintes ativos: a) cotas de FIF destinadas exclusivamente a investidores qualificados, sendo de 5% (cinco por cento) o limite para aplicação em cotas de FIF destinadas exclusivamente a investidores profissionais; b) cotas de fundos de investimento imobiliário – FII; c) cotas de fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC, sendo de 5% (cinco por cento) o limite para aplicação em cotas de FIDC cujas políticas de investimento admitam a aquisição de direitos creditórios não-padronizados, conforme definidos no art. 2º, inciso XIII, do Anexo Normativo II; e d) certificados de recebíveis, sendo de 5% (cinco por cento) o limite para aplicação em certificados de recebíveis cujo lastro seja composto por direitos creditórios não-padronizados, conforme definidos no art. 2º, inciso XIII, do Anexo Normativo II;

II – até 15% (quinze por cento) do patrimônio líquido no conjunto dos seguintes ativos: a) cotas de fundos de investimento em participações – FIP; e b) cotas de fundos de investimento nas cadeias produtivas agroindustriais – FIAGRO, sendo de 5% (cinco por cento) o limite para aplicação em cotas de FIAGRO cujas políticas de investimento admitam a aquisição de direitos creditórios não-padronizados, conforme definidos no art. 2º, inciso XIII, do Anexo Normativo II;

III – até 10% (dez por cento) do patrimônio líquido para o conjunto dos seguintes ativos: a) títulos e contratos de investimento coletivo, o que inclui, mas não se limita, aos CIC-hoteleiros, observado o requisito previsto no § 1º do art. 39 deste Anexo Normativo I; b) CBIO e créditos de carbono; e c) criptoativos; d) valores mobiliários emitidos por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo, desde que sejam objeto de escrituração realizada por escriturador autorizado pela CVM; e

IV – não há limite de concentração por modalidade de ativo financeiro para o investimento em: a) títulos públicos federais e operações compromissadas lastreadas nesses títulos; b) ouro financeiro, desde que negociado em mercado organizado; c) títulos de emissão ou coobrigação de instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil e operações compromissadas lastreadas nesses títulos; d) notas promissórias, debêntures, notas comerciais, ações e certificados de depósito de valores mobiliários, desde que tenham sido emitidas por companhias abertas e objeto de oferta pública; e) bônus e recibos de subscrição, cupons e quaisquer outros ativos decorrentes dos valores mobiliários referidos na alínea “d”; f) cotas de classe de FIF destinadas ao público em geral; g) ETF; h) BDR-Ações, BDR-Dívida Corporativa e BDR-ETF; i) contratos derivativos, exceto se referenciados nos ativos listados nos incisos I a III deste artigo; e j) ativos, perfeitamente fungíveis de uma única emissão de valores mobiliários, desde que essa aplicação em específico constitua a política de investimento da classe e os ativos tenham sido emitidas por companhias abertas e objeto de oferta pública.⁴¹

⁴¹ *Ibidem.*, páginas 102-104, art. 45.

É importante registrar que tanto a citação do artigo 44 como do artigo 45 são apenas recortes pontuais para efeito ilustrativo, pois a RCVM 175 traz uma série de situações específicas que vão desde vedações até supressão de limites, situação que fica evidenciada no caso de fundos destinados a investidores profissionais⁴², em que tais limites podem ser desconsiderados, nos termos do art. 76, I, do Anexo Normativo I da RCVM 175⁴³.

Essa exposição a respeito do conceito, das categorias de fundos de investimento e dos limites de concentração demonstra na prática que existe uma preocupação da CVM em promover a diversificação de investimentos, fator que será considerado para fins de análise histórica e de desenvolvimento nos próximos itens.

2.2. Considerações Históricas dos Fundos de Investimento

Antes de delimitar as características dos fundos com maiores detalhes, é importante fazer uma breve abordagem histórica do instituto, pois com base nela será possível perceber como ele se desenvolveu ao longo do tempo até chegar ao Brasil e quais foram os principais marcos regulatórios da legislação brasileira a tratar sobre o instituto.

Nesta linha, os fundos de investimento que se conhecem atualmente derivam dos *investment trusts*, instituto cuja origem ainda causa controvérsia nos estudos especializados⁴⁴, que discutem não só o tempo, mas o território de seu surgimento. Como o tema é controverso, será seguida a ordem cronológica encontrada a partir do compilado de estudos analisados, sem se descartar a hipótese de novos documentos

⁴² Nos termos do art. 11 da Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021, “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 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 – assessores de investimento, administradores de carteira de valores mobiliários, analistas de valores mobiliários e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; VIII – investidores não residentes; e IX – fundos patrimoniais.”

⁴³ “Art. 76. Em acréscimo às matérias previstas no art. 113 da parte geral da Resolução, o regulamento da **classe de cotas destinada exclusivamente a investidores profissionais** pode prever: I – a **não observância aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro, conforme estabelecidos nos arts. 44, 45 e 70, todos deste Anexo Normativo I**; (...) (com destaque).

⁴⁴ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. Cit.*, p. 81.

serem descobertos, até porque os *investment trusts* abordados são evolução de uma organização menos aprimorada⁴⁵.

Com isso, o estudo com referências mais antigas encontrado foi elaborado por K. Geert Rouwenhorst⁴⁶, citado na tese de mestrado de Leonardo Fernandes da Matta Ribeiro⁴⁷.

Para Rouwenhorst, apesar de o *Foreign and Colonial Government Trust* de 1868 marcar o início dos fundos mútuos⁴⁸ nos países anglo-saxões, conforme se abordará adiante, a origem dos *investment trusts* se deu em terras holandesas, quase um século antes, quando, em 1774, um comerciante e corretor holandês, chamado Abraham van Ketwich convidou investidores para formarem o *Eendragt Maakt Magt*, *investment trust* que buscava fornecer a pequenos poupadores a oportunidade de diversificarem seus portfólios⁴⁹ com investimentos em títulos de governos estrangeiros, de bancos e em empréstimos para plantações nas índias ocidentais⁵⁰.

Conforme aduz Rouwenhorst, muito do que se sabe sobre o *Eendragt Maakt Magt* está baseado em uma cópia manuscrita de seu prospecto, elaborada pelo tabelião *Paulus van Hantum*, e em uma cópia de certificado de ação (*share*)⁵¹, ambos reproduzidos no estudo realizado pelo autor.

Dentre as características do *Eendragt Maakt Magt*, podem ser mencionadas a promessa de dividendos fixos de 4% (quatro por cento) ao ano, ajustáveis de acordo com os rendimentos da carteira; a fixação de prazo de duração de 25 (vinte e cinco) anos, momento em que ele seria liquidado; a possibilidade de os investidores comprarem ações em seu nome ou ao portador; a qualificação dos supervisores e do administrador; o estabelecimento de uma remuneração ao administrador que, no caso, era o próprio Abraham van Ketwich, de 0,5% (meio por cento) na data da constituição, mais 100 (cem florins) anuais por classe; e a fixação de uma política de

⁴⁵ Neste sentido, vide FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 62.

⁴⁶ ROUWENHORST, K. Geert. **The Origins of Mutual Funds**. 2004. Yale ICF Working Paper No. 04-48. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=636146>. Acesso em: 31 ago. 2023.

⁴⁷ RIBEIRO, Leonardo Fernandes da Matta Ribeiro. **A Natureza Condominial do Fundo de Investimento em Participações – FIP e a Possibilidade de Extinção do Condomínio por Exercício do Direito Potestativo do Cotista**. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2016, p. 29.

⁴⁸ Uma das estruturas de investimento coletivo utilizada nos Estados Unidos na forma de sociedades abertas (*open ended companies*). Vide CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op Cit.*, p. 49.

⁴⁹ ROUWENHORST, K. Geert. *Op. Cit.*, p. 1.

⁵⁰ ROUWENHORST, K. Geert. *Op. Cit.*, pp. 5-6.

⁵¹ ROUWENHORST, K. Geert. *Op. Cit.*, p. 6.

investimentos diversificada, com a observância de critérios de proporcionalidade bem definidos.⁵²

Além da política de diversificação, que se demonstra bastante avançada, se considerado o tempo em que foi constituído, o *Eendragt Maakt Magt* possuía deveres fiduciários valorizados atualmente, como a obrigatoriedade de fornecimento das contabilidades anuais pelo administrador aos supervisores e de fornecimento de informações completas sobre o andamento dos investimentos em caso de solicitação de qualquer interessado.⁵³

De outro lado, grande parte dos estudiosos, conforme explica Tavernard, identifica a *Algemeene Nederlandsche Maatschappij ter Begunstiging van de Volkslust* (Sociedade Geral dos Países Baixos para Favorecer a Indústria Nacional) como o primeiro *investment trust*, constituído em 1822 pelo Rei Guilherme de Orange em Bruxelas. Contudo, tanto a falta de divisão de riscos quanto as características sociais indicadas no estatuto do *Algemeene*, levam alguns estudiosos a desconsiderá-lo como *investment trust*.⁵⁴

Jacques de Lander, ao se debruçar sobre o tema, reconhece a Inglaterra da segunda metade do século XIX como o país de origem do instituto, apesar de registrar ter conhecimento de iniciativas escocesas nas cidades de Dundee e Edimburgo, onde advogados, contadores e administradores de propriedades agrupadas em bases cooperativas se reuniam para, com sua habilidade, gerir patrimônios e alcançar grandes fortunas.

Sob o seu ponto de vista, a despeito de tais iniciativas, foi em Londres que a ideia alcançou o conhecimento geral, com a constituição em 1863 da *International Financial Society* e da *London Financial Association*, consideradas pelo autor como os primeiros *investment trusts*.⁵⁵

No entanto, o instituto realmente ganhou impulso poucos anos depois com a constituição do *Foreign and Colonial Government Trust*, que inovou em relação às duas sociedades, focadas principalmente em empreendimentos ferroviários, ao viabilizar uma política de investimento mais diversificada. No prospecto de 1868, lia-se o seguinte:

⁵² ROUWENHORST, K. Geert. *Op. Cit.*, pp. 6-7.

⁵³ ROUWENHORST, K. Geert. *Op. Cit.*, p. 7.

⁵⁴ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. Cit.*, p. 36.

⁵⁵ LANDER, Jacques de. **Une Formule Moderne de Placement des Capitaux**. Les Investment Trusts. Paris: Recueil Sirey, 1929, p. 11.

O fideicomisso tem por objetivo dotar o poupador de recursos médios com as mesmas facilidades que o grande capitalista, reduzindo os riscos de investimento em fundos de Estados estrangeiros ou coloniais, distribuindo participações sobre um grande número de fundos, dos lucros para amortização do capital⁵⁶

Tamanho seu sucesso que até hoje ele é listado na Bolsa de Valores de Londres sob o nome *Foreign & Colonial Investment Trust*⁵⁷. Na época de sua constituição, a questão do “grande capitalista”, pode-se dizer, tinha certo apelo emocional, levando em consideração que o hábito de poupar havia se espalhado para as classes mais baixas da Inglaterra com o fim do período napoleônico⁵⁸, mas as possibilidades de investimento eram limitadas, pois os investimentos industriais eram extremamente especulativos e, por muitos anos, prerrogativa exclusiva de classes mais abastadas⁵⁹.

Como se observa, apesar de sua origem ser controversa, os *investment trusts* mencionados possuem características próximas às dos fundos de investimento atuais, basta observar a definição trazida por Jacques de Lander⁶⁰, que, em 1929, referia-se

⁵⁶ *Ibidem.*, p. 12

⁵⁷ WIKIPEDIA. The Free Encyclopedia. **Foreign Colonial Investment Trust**. Disponível em: https://en.wikipedia.org/wiki/Foreign_%26_Colonial_Investment_Trust. Acesso em: 31 ago. 2023.

⁵⁸ Relata Jaques de Lander, em tradução livre, que “apesar dos obstáculos que o bloqueio continental opôs ao desenvolvimento do comércio exterior, as finanças de Londres souberam, durante quase 20 anos, fornecer os fundos necessários para a luta contra Napoleão I: colheram, depois de Waterloo, o fruto de sua tenacidade.” LANDER, Jacques de. *Op. Cit.*, p. 6. (original: “*Malgré les obstacles que le blocus continental avait opposés au développement du commerce extérieur britannique, la finance londonienne avait pu, durant près de 20 ans, fournir les crédits nécessaires à la lutte contre Napoléon Ier: elle recueillit, après Waterloo, le fruit de sa ténacité*”).

⁵⁹ Nas palavras do Jacques de Lander, em tradução livre, “o poupador tinha escolha apenas entre depositar seu dinheiro nas mãos de caixas econômicas (*saving banks*), a aquisição de fundos de Estados britânicos (*consols*) ou fundos estrangeiros, a compra de prédios e empréstimos hipotecários (...). Os investidores industriais, bastante raros, pois ainda prevalecia a forma privada na operação das empresas, foram considerados extremamente especulativos e por muitos anos continuaram sendo prerrogativa exclusiva das classes abastadas.” LANDER, Jacques de. *Op. Cit.*, p. 7. (original: “*Mais celui-ci ne pouvait s'effectuer que par de rares canaux. L'épargnant n'avait le choix qu'entre le dépôt de son argent entre les mains des Caisses d'épargne (Saving Banks), l'acquisition-de fonds d'Etats britanniques (consols) ou étrangers, l'achat d'immeubles, et les prêts hypothécaires (...). Les placements indus- triels, assez rares, puisque la forme privée prévalait encore dans l'exploitation des entreprises, étaient considérés comme extrêmement spéculatifs et pen- dant de longues années encore, resteront l'apanage exclusif des classes aisées*”).

⁶⁰ Nas palavras do autor, em tradução livre, “de qualquer forma, na linguagem financeira atual, os *Investment Trusts* representam organizações perfeitamente definidas; são, pode-se dizer: instituições que combinam, por meio da emissão de títulos próprios, os recursos financeiros de um grande número de pessoas com o único objetivo de prover à massa de capital assim formada melhores condições do que poderia ser feito por cada um dos associados, individualmente - um trabalho seguro e lucrativo: a) investindo os recursos arrecadados em títulos mobiliários de setores criteriosamente escolhidos e diversificados, observando uma rigorosa distribuição de riscos e evitando assumir o controle de qualquer negócio: b) pela gestão prudente e acompanhamento atento da carteira, de forma a que o capital investido seja descontado a uma taxa de juro elevada, uma segurança média satisfatória e ganhos apreciáveis.” LANDER, Jacques de. *Op. Cit.*, p. 3. (original: “*Dans le langage financier courant,*

ao instituto como instituições que combinam, por meio de emissão de títulos próprios, recursos financeiros de um grande número de pessoas com o único objetivo de garantir à massa de capital acumulada melhores condições de rentabilidade.

Félix Ruiz Alonso⁶¹, ao se aventurar no estudo dos fundos de investimento em 1971, quando ainda não existiam muitos estudos sobre o tema no Brasil, observou que os *investments trusts* se desenvolveram em duas formas jurídicas distintas no mundo anglo-americano, a forma societária (*corporation*) e a forma contratual (*trust*). A forma societária, informa, coincide com a forma da sociedade anônima e a contratual, com a forma de *trust*, figura peculiar nas jurisdições anglo-americanas que desdobra o direito de propriedade entre duas pessoas, o investidor (proprietário originário ou *settlor*) e o administrador (*trustee*). Nesta estrutura, o *trustee* também é proprietário, mas com direitos limitados e o *settlor* normalmente é o beneficiário do investimento (*cestui que trust*).

Sobre a denominação *investment trusts*, Pavia salienta que ela é válida em qualquer das formas adotadas (societária ou contratual), sendo tão somente uma maneira de se referir a veículos de investimento coletivo⁶². Pontes de Miranda, a respeito do uso da mesma expressão para as duas formas já se pronunciou ao dizer que a denominação causa confusões⁶³.

No Brasil, os primeiros fundos de investimento, ou melhor, os primeiros veículos de investimento coletivo surgiram com o uso de estruturas societárias, mais especificamente, sob a forma de sociedades de investimento e sociedades em conta de participação⁶⁴.

Em 1957, no entanto, foi constituído o fundo mais mencionado pelos estudos especializados, que causou uma verdadeira disrupção da estrutura dos veículos de

en tous les cas, les Investment Trusts représentent des organismes parfaitement définis; ce sont, peut-on dire: des institutions qui associent, au moyen de l'émission de leurs propres titres, les ressources financières d'un grand nombre de personnes dans l'unique but d'assurer à la masse de capital ainsi formée dans des conditions meilleures que ne pourrait le faire pour sa part, chacun des associés, isolément et un emploi à la fois sûr et profitable: a) par le placement des fonds recueillis dans des valeurs mobilières judicieusement choisies et diversifiées, en observant une répartition rigoureuse des risques et en évitant de prendre le contrôle d'aucune affaire; b) par une gestion prudente et une surveillance attentive du portefeuille, de telle manière que l'on puisse escompter des capitaux investis 10 un taux d'intérêt élevé, une sécurité moyenne satisfaisante, des plus-values appréciables").

⁶¹ ALONSO. Félix Ruiz Alonso. **Os Fundos de Investimento. Condomínios Mobiliários**. Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 1971, p. 7.

⁶² PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. Cit.* p. 18.

⁶³ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado**. 3. ed. São Paulo: Ed. RT, 1984. t. LI, p. 297.

⁶⁴ PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. Cit.* p. 33.

investimento conhecidos no mercado brasileiro, o Crescino. Esse fundo foi constituído e administrado pela Companhia de Empreendimentos e Administração IBEC, uma subsidiária da *International Basic Economy Corporation*, pertencente à Família Rockefeller⁶⁵.

O motivo da disrupção e fama foi a peculiaridade de sua constituição, que se deu sob a forma de condomínio aberto, seguindo, em sua estruturação, o modelo das companhias de investimento norte-americanas do tipo “abertas” e “diversificadas” (*mutual funds*)⁶⁶.

Na época de sua constituição, que se deu por escritura pública, não havia previsão legal que permitisse esse tipo de estruturação no Brasil. Suas características chamaram a atenção de Peter Ashton, que chegou a consultar um dos dirigentes da IBEC norte-americana, R.W. Greenbaum, para saber o que o levou a adotar a estrutura jurídica de condomínio aberto. Em resposta, R.W. Greenbaum lhe escrevera o seguinte:

(...) na Argentina estamos também utilizando a forma jurídica do condomínio, mas no Chile estamos organizando fundos em conta de participação e na Colômbia constituímos o que essencialmente corresponde a um fundo do tipo “*common trust*” fundamentado em contratos com inversores individuais, por meio dos quais êstes indicam a companhia administradora como seu agente para a administração do acervo do fundo. Em cada país tivemos que enfrentar o problema de evitar o capital fixo de uma sociedade anônima ou de uma sociedade limitada a fim de poder organizar um fundo do tipo capital aberto (*open-end*) e também escapar à imposição de dupla tributação sobre a venda do fundo.⁶⁷

Ou seja, a estruturação do Crescino fundou-se na necessidade de evitar o capital fixo e de evitar uma dupla tributação, fator importante para qualquer investimento. Conforme ensina Wiedemann⁶⁸, mencionado por Bruno Becker⁶⁹ em sua tese de doutorado, o direito tributário exerce forte influência no direito societário, o que, a nosso ver, também se aplica aos fundos de investimento:

Teoricamente, se aplica a primazia do direito civil e, portanto, também do direito societário sobre o direito tributário. Ambos têm tarefas diferentes: o direito societário deve, em primeiro lugar, alcançar um sistema de tributação

⁶⁵ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. Cit.* p. 69.

⁶⁶ PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. Cit.* pp. 34-35.

⁶⁷ ASHTON, Peter Walter. **Companhias de Investimentos**. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963, p. 41.

⁶⁸ WIEDEMANN, Herbert. **Gesellschaftsrecht I** (Grundlagen). Munique: Beck, 1980. p. 23.

⁶⁹ BECKER, Bruno Bastos. *Op. Cit.* p. 131.

justo, o direito tributário deve segui-lo e alcançar uma tributação adequada. **No entanto, na realidade, os pesos estão quase invertidos. Na elaboração do contrato ou estatuto social, a escolha da forma jurídica e das disposições legais individuais baseia-se mais no direito tributário do que em considerações de direito societário.** (com destaque).

Em 1958, isto é, no ano seguinte à constituição do Crescino, foi editada a Lei nº 3.470, de 28 de novembro de 1958 (Lei do Imposto de Renda), que trouxe previsão expressa sobre os fundos constituídos em condomínio, um aceno positivo do Estado em relação a esse tipo de estrutura, ainda que movido pelo interesse arrecadatário.

A Lei do Imposto de Renda previa, no revogado artigo 82, que os fundos constituídos em condomínio administrados por sociedades de investimento fiscalizadas pela extinta Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), não seriam considerados pessoas jurídicas quando seus recursos não estivessem aplicados em importância superior a 10% (dez por cento) do valor do fundo em uma única empresa e quando houvesse distribuição anual, pelos condôminos, dos resultados auferidos⁷⁰.

Em 1959, o Ministério da Fazenda editou a Portaria 309, responsável por regulamentar as sociedades de crédito, financiamento e investimento. Em seu bojo, ela autorizava a constituição de fundos em condomínio pelas companhias de crédito e investimento, ratificando o interesse do Estado pela estrutura, apesar de sua constitucionalidade formal ser questionável⁷¹.

Alguns anos mais tarde, foi publicada a Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, responsável por disciplinar o mercado de capitais, que efetivamente consolidou o entendimento de que os fundos de investimento, no Brasil, podem ser constituídos sob a forma condominial, apesar de trazer alguns estímulos para a estruturação sob a forma societária⁷². Na mesma oportunidade, transferiu para o Banco Central do

⁷⁰ “Art 82. Para efeito de tributação do imposto de renda, não são considerados pessoas jurídicas, (Vetado) os fundos constituídos em condomínio e administrados por sociedades de investimentos fiscalizadas pela Superintendência da Moeda e do Crédito, desde que não seja aplicada em uma só empresa importância superior a 10% (dez por cento) do valor do fundo e haja distribuição anual, pelos condôminos, dos resultados auferidos.”

⁷¹ FERREIRA, Waldemar. Palavras iniciais. In ASHTON, Peter Walter. *Op. Cit.*, p. 17: “Se o propósito foi justificável, o meio empregado foi inidôneo, antes adúltero, em razão da inconstitucionalidade manifesta das instruções baixadas (...). Por lei, e somente por lei, podia a matéria ser regulada; jamais por simples instruções, desde que, pelo preceito constitucional, as normas de direito financeiro e o estatuto das sociedades de crédito, financiamento ou investimento somente podem ser ditadas pelo Poder Legislativo. Nenhuma dúvida quanto isso admissível.

⁷² A Lei nº 4.728 criou as sociedades anônimas de capital autorizado, que podem ser constituídas com capital subscrito inferior ao capital autorizado pelo estatuto social (art. 45, caput), que permitem o aumento do capital autorizado independentemente de subscrição, ou com subscrição imediata, de

Brasil a competência para autorizar o funcionamento dos fundos de investimento e de fiscalizá-los.

Em 14 de abril de 1970, o Banco Central do Brasil, com fundamento no art. 6º da Lei nº 4.728⁷³ editou a Resolução 145, responsável por reger a constituição e o funcionamento dos fundos mútuos de investimento, sob a forma de condomínio aberto. A administração da carteira desses fundos, com base nesta resolução, era exercida por meio de mandato outorgado pelos condôminos⁷⁴ e podia ser realizada por Bancos de Investimento Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento e Sociedades Corretoras⁷⁵.

Em 7 de dezembro de 1976, por meio da Lei nº 6.385, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica especial vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios⁷⁶. Além da criação da CVM, a Lei nº 6.385 redefiniu as atribuições do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central do Brasil (BCB).

Conforme ensina Leonardo da Matta⁷⁷, a Lei nº 6.385 possibilitou que a CVM e o BCB criassem distintas espécies de fundos de investimento, cada qual regulado por seu próprio ato autorizativo de funcionamento, e resume que foram criados dois ramos distintos de fundos de investimento, os regulados por normas originadas do BCB e os

apenas parte do aumento (art. 45, § 1º) e que viabilizam a emissão de ações sem alteração do estatuto quando realizada nos limites do capital autorizado (art. 45, § 2º). Em paralelo à criação das sociedades anônimas de capital autorizado, assegurou a possibilidade de conversão dos fundos condominiais neste tipo societário com isenção de encargos fiscais relativos à transformação (art. 50, caput). O projeto inicial da lei, conforme explica Becker, previa a conversão de todos os fundos de investimento na forma de condomínio para a forma societária, o que foi rejeitado. (BECKER, Bruno Bastos. *Op. Cit.* p. 139).

⁷³ “Art. 6 As Bôlsas de Valôres terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, e operarão sob a supervisão do Banco Central, de acôrdo com a regulamentação expedida pelo Conselho Monetário Nacional.”

⁷⁴ “Art. 3º A administração da carteira dos FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTO será exercida através de mandato outorgado pelos condôminos, na conformidade de cláusula expressa do regulamento do FUNDO, ao qual deverão os mesmos aderir.”

⁷⁵ “Art. 4º A administração dos FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTO será exercida por Bancos de Investimento, Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento e Sociedades Corretoras, ressalvado o disposto no artigo seguinte.”

⁷⁶ “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.”

⁷⁷ RIBEIRO, Leonardo Fernandes da Matta. *A Natureza Condominial do Fundo de Investimento em Participações – FIP e a Possibilidade de Extinção do Condomínio por exercício do Direito Potestativo do Cotista*. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2016. p. 61.

originados de normas editadas pela CVM. Em geral, o BCB cuidava dos fundos de renda fixa e a CVM dos fundos de ações⁷⁸.

Este entendimento pode ser verificado com a leitura da Circular BCB 2.616, de 18 de setembro de 1995, e da Instrução CVM nº 302, de 5 de maio de 1999, que regulamentavam, respectivamente, os fundos de investimento financeiro e os fundos de investimento em títulos e valores mobiliários.

Na Instrução CVM nº 302, por exemplo, já havia uma definição mais próxima de condomínio da que se conhece hoje, confira-se:

Art. 2º O fundo é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em carteira de títulos e valores mobiliários.

Em 31 de outubro de 2001, com a edição da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, as cotas dos fundos de investimento passaram a ser classificadas como valores mobiliários e a CVM foi reconhecida como o único órgão competente para regular a matéria.

Em 18 de agosto de 2004, foi editada a Instrução CVM nº 409, que dispunha sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação dos fundos de investimento, substituída em 17 de dezembro de 2014, pela ICVM 555, que vigorou até 02 de outubro de 2023, quando foi revogada pela atual RCVM 175.

É válido observar que a Instruções CVM nº 409 não abrangia todos os fundos de investimento, conforme evidenciava seu art. 1º, parágrafo único, que excluía de seu âmbito de aplicação todos os fundos arrolados nos incisos, previstos em normas específicas. A ICVM 555, mais inclusiva, aplicava-se subsidiariamente a todos os fundos, mas se dedicava com especial atenção aos fundos de renda fixa, aos fundos de ações, aos fundos multimercado e aos fundos cambiais, conhecidos pelo mercado como Fundos 555.

A partir da RCVM 175, todos os fundos passaram a ser regulamentados em uma única norma, por meio de seus anexos e os Fundos 555 passaram a ser denominados FIFs.

2.3. Estrutura dos Fundos de Investimento

⁷⁸ BECKER, Bruno. *Op. Cit.* p. 162. “No Brasil, inicialmente, os fundos de investimento eram regulados conjuntamente entre o Banco Central do Brasil (‘Bacen’) e a CVM, sendo que à CVM cabia a regulação de fundos de ações e, ao Bacen, os fundos de renda fixa.”

2.3.1. Constituição e Documentos Relevantes

Até a ICVM 555, os fundos de investimento eram constituídos mediante ato unilateral do administrador, que se incumbia de elaborar e aprovar o regulamento do fundo. Com o passar do tempo, o mercado começou a perceber que os gestores desempenhavam papel cada vez mais ativo na estruturação dos fundos⁷⁹, o que foi levado em consideração na reestruturação do arcabouço normativo existente para assegurar-lhes maior independência e responsabilidade. Com isso, ao invés de apenas o administrador elaborar e aprovar o regulamento do fundo, esta passou a ser uma atribuição conjunta.

O regulamento é um dos documentos mais importantes dos fundos de investimento, por versar sobre sua constituição e funcionamento. Para todas as classes de cotas, os requisitos mínimos que devem constar nos regulamentos vêm disciplinados no art. 48, § 1º, da RCVM 175.

Dentre esses requisitos mínimos, merecem destaque a identificação e a qualificação dos prestadores de serviço, com indicação de suas responsabilidades e de seus parâmetros de aferição, o prazo de duração do fundo, que pode ser determinado ou indeterminado, a forma de rateio das despesas, o exercício social e a definição sobre se o fundo conta com classe única de cotas ou diferentes classes de cotas.

Com a entrada em vigor da RCVM 175, em complemento ao regulamento, passou-se a permitir a elaboração de anexos e apêndices, que disciplinam, respectivamente, sobre as classes e as subclasses de cotas dos fundos, divisão que só era possível em poucos fundos de investimento, a exemplo FIDCs⁸⁰ e dos FIPs⁸¹.

⁷⁹ Na prática, é comum observar gestores que elaboram o regulamento e entregam para o administrador registrar. O reconhecimento do protagonismo foi apontado pelo Mattos Filho ao comentar as alterações promovidas pela resolução CVM 175, nos seguintes termos: “papel dos prestadores de serviço – reconhecimento formal do papel central desempenhado pelo gestor da carteira dos fundos, entendimento que já vinha sendo manifestado pelo regulador em diversos contextos específicos.” MATTOS FILHO. CVM Edita Novo Marco Regulatório dos Fundos de Investimento: Resolução Consolida o Arcabouço Regulatório com Regras mais Uniformes, Flexíveis e Modernas. Disponível em: <https://www.mattosfilho.com.br/unico/cvm-marco-regulatorio-fundos-investimento/>. Acesso em: 31 ago. 2023.

⁸⁰ Art. 2º, XI e XII da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001.

⁸¹ Art. 29, § 1º da Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016.

Nos anexos, podem ser encontradas, dentre outras matérias, o público-alvo, a responsabilidade dos cotistas, o regime da classe, se aberta ou fechada, o prazo de duração, que pode ser compatível com o prazo de duração do fundo, sua categoria, a política de investimentos, as condições para aplicação e resgate das cotas de classes abertas, as condições para a utilização de barreira aos resgates e as taxas de administração e gestão⁸².

Os apêndices, por sua vez, permitem a subdivisão da classe de cotas de acordo com o público-alvo, com os prazos e condições de aplicação, amortização e resgate, com as taxas de administração, gestão, ingresso e saída. Com isso, permite-se, por exemplo, que uma mesma classe de cotas possua prazos de resgate ou taxas de gestão diferentes, a depender da subclasse que o investidor faça parte.⁸³

Se as cotas do fundo forem objeto de oferta pública, além dos documentos indicados, o fundo, salvo exceções previstas na Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022 (doravante “RCVM 160”), deve contar com a elaboração e divulgação de prospecto e de um documento de aceitação.

O prospecto nada mais é que um documento elaborado pelo ofertante em conjunto com o coordenador líder que contém informações necessárias, suficientes, verdadeiras, precisas, consistentes e atuais, apresentadas de maneira clara e objetiva, em linguagem direta e acessível, com o intuito de possibilitar que os investidores formem criteriosamente sua decisão de investimento⁸⁴. As informações mínimas que devem constar nesse documento vêm previstas no art. 17 e nos anexos específicos da RCVM 160.

O documento de aceitação, por sua vez, é responsável por formalizar o ato de aceitação dos termos e condições da oferta pelo investidor⁸⁵.

Por fim, outro documento importante em caso de oferta pública, é a lâmina da oferta, que é dispensável nas hipóteses em que o prospecto também o é. Esse documento, assim como o prospecto, é elaborado pelo ofertante em conjunto com o coordenador líder e tem a finalidade de sintetizar o conteúdo do prospecto e apresentar as características essenciais da oferta, a natureza e os riscos associados ao emissor, às garantias, e aos valores mobiliários⁸⁶.

⁸² Art. 48, § 2º da RCVM 175.

⁸³ Art. 48, § 3º c.c. art. 5º, § 4º da RCVM 175.

⁸⁴ Art. 16 da RCVM 160.

⁸⁵ Art. 2º, IV, da RCVM 160.

⁸⁶ Art. 23, caput e § 1º da RCVM 160.

Após a aprovação do regulamento, o fundo e suas classes de cotas, se houver, deverão ser inscritos no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas⁸⁷ e registrados na CVM⁸⁸.

2.3.2. Cotas e Cotistas

De acordo com a RCVM 175, as cotas são valores mobiliários escriturais e nominativos⁸⁹ que correspondem a frações ideais do patrimônio da classe a que pertence, o que significa dizer que são ativos cadastrados em sistema de registro com identificação de seu titular⁹⁰ e que representam a menor fração do patrimônio líquido da classe de cotas.

Os cotistas, a seu turno, são os investidores que adquiriram as cotas por meio de subscrição e integralização⁹¹ no mercado primário, ou por meio da aquisição de terceiros no mercado secundário.

Conforme ensina Tavernard, os direitos decorrentes da titularidade das cotas, que se confirma com a inscrição do nome do titular no registro de cotistas do fundo, podem ser de natureza política (direito de votar nas assembleias) ou de natureza patrimonial (direito de participar da distribuição de resultados e direito de resgate, nos fundos abertos)⁹².

2.3.3. Emissão, Distribuição e Subscrição de Cotas

As cotas podem ser emitidas quando da constituição do fundo ou durante o seu funcionamento⁹³. A disciplina da questão vem expressa nos artigos 19 e 20 da RCVM 175, que tratam sobre o cálculo do valor da emissão de cotas de classes abertas e fechadas, respectivamente.

No caso das cotas de classe aberta, que são aquelas que o regulamento admite resgate⁹⁴, o seu valor deve ser o do dia ou o do dia seguinte ao da data da

⁸⁷ Anexo I, inciso VI, da Instrução Normativa RFB Nº 2119, de 06 de dezembro de 2022.

⁸⁸ Art. 8º da RCVM 175.

⁸⁹ Art. 14 da RCVM 175.

⁹⁰ Art. 19 da Resolução CVM nº 33, de 19 de maio de 2021.

⁹¹ Art. 28 da RCVM 175.

⁹² CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. Cit.*, p. 87.

⁹³ *Ibidem*. p. 88.

⁹⁴ Art. 5º, § 7º, I, RCVM 175.

integralização, a depender do que vier disposto no regulamento. No caso das cotas de classe fechada, que são aquelas que o regulamento não permite o resgate⁹⁵, o valor da cota a ser utilizado deve ser definido ou calculado nos termos decididos pela assembleia de cotistas que deliberou a emissão.

A distribuição, conforme sugere o nome, é o ato de colocação das cotas à disposição no mercado para subscrição dos interessados, podendo ser realizada exclusivamente por meios eletrônicos⁹⁶.

Por fim, a subscrição, explica Tavernard, é o ato pelo qual o investidor adquire as novas cotas emitidas e assume a obrigação de integralizar o valor correspondente, o que normalmente é feito em dinheiro⁹⁷.

2.3.4. Amortização e Resgate

A amortização de cotas, conforme definido pela RCVM 175, é o pagamento uniforme realizado a todos os cotistas de determinada classe ou subclasse, de parcela do valor de suas cotas, sem dedução do número de cotas emitidas, efetuado em conformidade com o disposto no regulamento ou com deliberação da assembleia de cotistas.⁹⁸

O resgate, por sua vez, ocorre quando o cotista solicita a conversão de suas cotas em dinheiro. Trata-se, conforme mencionado por Tavernard, de um direito potestativo do cotista e uma obrigação do administrador do fundo⁹⁹. As regras do resgate vêm delimitadas no regulamento¹⁰⁰.

2.3.5. Assembleia Geral de Cotistas

A assembleia geral de cotistas (AGCs) é a instância máxima de deliberação dos fundos de investimento¹⁰¹. Conforme ressaltam Nelson Eizirik, Ariadna Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques, embora a AGCs esteja prevista na regulamentação da CVM, ela constitui uma “ficção”, pois, na prática do mercado,

⁹⁵ Art. 5º, § 7º, II, RCVM 175.

⁹⁶ Art. 21 da RCVM 175.

⁹⁷ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. Cit.*, p. 90.

⁹⁸ Art. 3º RCVM 175.

⁹⁹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. Cit.*, p. 90.

¹⁰⁰ Art. 40 RCVM 175.

¹⁰¹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. Cit.* p. 92.

raramente comparece algum cotista para votar, sendo as decisões tomadas pelo administrador¹⁰².

De qualquer forma, as competências privativas mínimas das AGCs vêm previstas no art. 70 da RCVM 175, que elenca, as seguintes matérias a serem deliberadas: a aprovação de demonstrações contábeis do fundo; a substituição de prestador de serviços essenciais; a emissão de novas cotas, no caso de fundos fechados; a fusão, incorporação, cisão total ou parcial, a transformação ou a liquidação do fundo ou de suas classes de cotas; a alteração do regulamento; o plano de resolução do patrimônio negativo; e a declaração judicial de insolvência da classe de cotas.

2.3.6. Prestadores de Serviços, Remuneração e Encargos

Os prestadores de serviço, com a entrada em vigor da RCVM 175, passaram a ser divididos em “prestadores de serviços essenciais” e “prestadores de serviços”.

Conforme mencionado anteriormente, são prestadores de serviços essenciais o administrador e o gestor, enquanto os demais são considerados simplesmente por prestadores de serviços. No caso dos prestadores de serviços essenciais, suas atividades são regulamentadas pela Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021, conforme alterada¹⁰³.

Em resumo, o administrador cuida de funções burocráticas, tais como: a guarda de documentos (livro das atas das assembleias, livro ou lista de presença de cotistas e pareceres de auditores independentes); a elaboração e divulgação de informações periódicas e eventuais da classe de cotas ou do fundo; a manutenção de serviço de atendimento aos cotistas; a contratação, em nome do fundo, de prestadores de serviços que estejam sob a sua esfera de competência, tais como os prestadores de serviços de tesouraria, controle e processamento de ativos, escrituração de cotas e auditoria independente¹⁰⁴.

O gestor, por sua vez, cuida da elaboração do material de divulgação da classe para utilização pelos distribuidores e por realizar a gestão do patrimônio do fundo ou de suas classes de cotas de acordo com os limites de concentração por emissor e por

¹⁰² EIZIRIK, Nelson *et al.*, *Op. Cit.*, p. 135.

¹⁰³ Art. 2º da Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021.

¹⁰⁴ Artigos 83 e 104 RCVM 175.

ativos delineados no regulamento¹⁰⁵. Assim, no caso de uma classe de cotas aberta, por exemplo, quando um cotista pede o resgate de suas cotas, o gestor normalmente vende ativos da classe para fazer conversão dos ativos em dinheiro. Na situação inversa, quando o fundo recebe aportes, o gestor deve comprar ativos, sempre mantendo os limites de concentração por ativos e por emissor estabelecidos no regulamento.

Além destas funções, compete ao gestor contratar, em nome do fundo, prestadores de serviços de intermediação de operações para a carteira de ativos e de distribuição de cotas, e, se for o caso, contratar, em nome do fundo, prestadores de serviços de consultoria de investimentos, de classificação de risco, de formador de mercado de classe fechada e de cogestão da carteira de ativos¹⁰⁶.

Dentre os prestadores de serviços que não são classificados como essenciais, merecem destaque o custodiante e o distribuidor.

O custodiante é o prestador de serviços contratado pelo administrador que se incumbem, em geral, da guarda e pela regular movimentação de valores mobiliários mantidos aos seus cuidados, conforme instruções recebidas do administrador, do gestor, cogestor, se houver, ou de pessoas autorizadas¹⁰⁷. Suas funções podem ser mais ou menos acentuadas, a depender do fundo de investimento em que os serviços serão prestados.

Nos FIDCs, por exemplo, o custodiante pode ser contratado para realizar a liquidação física ou eletrônica de direitos creditórios, cobrar e receber, em nome da classe de cotas, pagamentos, resgates de títulos ou qualquer outro rendimento relativo aos ativos da carteira e realizar a guarda da documentação relativa ao lastro dos direitos creditórios¹⁰⁸.

O distribuidor, a seu turno, é o prestador de serviços contratado pelo gestor que se incumbem da distribuição das cotas dos fundos no mercado. Seu papel é de fundamental importância, pois ele consegue captar recursos no mercado por conta própria e por conta de terceiros¹⁰⁹. Suas atividades são regulamentadas pela Resolução CVM nº 35, de 26 de maio de 2021.

¹⁰⁵ Art. 105 RCV 175.

¹⁰⁶ Art. 85 da RCV 175.

¹⁰⁷ Art. 13, III, da Resolução CVM nº 32, de 19 de maio de 2021, em conjunto com o art. 27, I, do Anexo I da RCV 175.

¹⁰⁸ Art. 39 do Anexo II da RCV 175.

¹⁰⁹ Art. 3º da Resolução CVM nº 35, de 26 de maio de 2021.

Pelos serviços prestados ao fundo ou às classes de cotas, o administrador faz jus a uma taxa de administração, que compreende a remuneração dos prestadores de serviços por ele contratados¹¹⁰, e o gestor faz jus a uma taxa de gestão, que compreende a remuneração dos prestadores de serviços por ele contratados¹¹¹. Ambas as taxas constituem encargos comuns do fundo, junto com outras despesas disciplinadas no art. 117 da RCVM 175.

Além destas taxas, o regulamento do fundo pode prever a cobrança de uma taxa de performance, de uma taxa máxima de custódia e de uma taxa máxima de distribuição, comumente encontradas nos regulamentos. A RCVM 175 prevê também a possibilidade de cobrança de taxa de ingresso e taxa de saída, que, na prática, são pouco utilizadas no Brasil.

2.4. Síntese do Funcionamento dos Fundos de Investimento

Diante das informações apresentadas, a operação dos fundos de investimentos sujeitos à oferta pública pode ser resumida da seguinte forma: em primeiro lugar, o administrador e o gestor elaboram o regulamento, o aprova e providenciam seu registro na Comissão de Valores Mobiliários.

Em seguida, salvo exceções, o administrador e o gestor elaboram o prospecto e a lâmina do fundo, que buscam oferecer aos potenciais investidores as características da oferta e realizam o registro da oferta junto à CVM, juntamente com os materiais de divulgação.

Com a oferta registrada, os distribuidores passam a distribuir as cotas no mercado, oportunidade em que os interessados realizam a subscrição e integralização das cotas, normalmente em dinheiro.

Feita a captação conforme previsão do prospecto, os recursos são aportados pelo gestor de acordo com os limites de concentração por ativos e por emissores estabelecidos no regulamento, sendo os ativos custodiados pelo custodiante do fundo.

Com isso, eventuais retornos dos investimentos realizados pelo gestor, seja pela negociação dos ativos, pelo recebimento de proventos ou de juros, são repassados

¹¹⁰ Art. 3º, XXXIII da RCVM 175.

¹¹¹ Art. 3º, XXXIV da RCVM 175.

sob a forma de valorização das cotas ou de amortização, já deduzidas todas as despesas do fundo, dentre as quais, as taxas de administração, gestão e custódia.

3. CONDOMÍNIOS

3.1. Definição, Classificações e Características

Conforme mencionado anteriormente, os fundos de investimento foram classificados pela lei da liberdade econômica como condomínios de natureza especial. Por esse motivo, este capítulo abordará algumas das características dos condomínios para em seguida serem delimitadas considerações sobre a adequação do enquadramento jurídico dos fundos.

Como se sabe, o direito permite que um objeto pertença simultaneamente a mais de uma pessoa. Ensina Orlando Gomes que essa concorrência de direitos iguais ocorre mais clara e frequentemente na propriedade, quando toma, então o nome de condomínio ou copropriedade¹¹². Em sentido parecido, Caio Mário ensina que o condomínio se dá quando a mesma coisa pertence a mais de uma pessoa, cabendo a cada uma delas igual direito, idealmente, sobre o todo e cada uma de suas partes¹¹³.

O Código Civil, conforme bem observado por Tavernard, não traz uma definição legal do que se entende por condomínio, apenas disciplina, em capítulos separados, o que designa como condomínio geral, condomínio edilício e condomínio em multipropriedade¹¹⁴.

Para Orlando Gomes, os condomínios podem ser analisados em dois planos, o plano objetivo, que versa sobre a coisa propriamente dita e o plano subjetivo, que versa sobre a relação dos sujeitos titulares do direito. Ao primeiro plano, o autor atribui a denominação de “indivisão” e ao segundo, a denominação de “comunhão”¹¹⁵.

O condomínio é tratado no Livro IV do Código Civil, que disciplina o direito das coisas, e pode ser constituído em virtude de circunstâncias alheias às vontades dos condôminos (condomínio legal), como o que ocorre com os herdeiros no processo de sucessão (condomínio fortuito) ou com a divisão de muros e obras (condomínio forçado), ou por vontade de duas ou mais pessoas, situação em que é chamado de condomínio voluntário¹¹⁶.

¹¹² GOMES, Orlando. **Direitos Reais**. 21ª edição. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2012, p. 226.

¹¹³ PEREIRA, Caio Mário da S. **Instituições de Direito Civil: Direitos Reais**. v. IV. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2022, p. 115.

¹¹⁴ TAVERNARD, *Op. Cit.* p. 183.

¹¹⁵ GOMES, Orlando. *Op. Cit.* p. 226.

¹¹⁶ GOMES, Orlando. *Op. Cit.* p. 226-227.

Ensina Orlando Gomes que duas são as teorias existentes para explicar a natureza jurídica dos condomínios, a individualista e a coletivista.

A primeira, de vertente romana, parte da ideia de que é estranho que várias pessoas possam ter simultaneamente o domínio de uma coisa, pois, em teoria, a propriedade de uma, excluiria a da outra. Para conciliar essa antítese, a teoria individualista divide idealmente a coisa e atribui a cada sujeito o direito de propriedade sobre a parte abstrata que resulta da divisão ideal (a cota parte ideal). Desta forma, embora os condôminos exerçam direitos sobre a coisa comum, de rigor, são proprietários de parte abstratamente dividida. Para os defensores dessa vertente, o condomínio é um estado inorgânico, uma situação excepcional, que não deve durar, porque se contrapõe, econômica e socialmente à forma normal do domínio¹¹⁷.

A segunda, vê na comunhão um só direito pertencente a um único sujeito, a coletividade constituída pelos interessados. Neste sentido, não há titulares individuais e a coisa é realmente comum, sem justaposição de direitos. Essa teoria é conhecida no Direito germânico como “propriedade de mão comum” (*Gesamteigentum ou gemeinschaft zur gesamten Hand*) e sua consequência é impossibilidade de disposição de parte da coisa, ainda que ideal, e as decisões referentes a ela dependem de consentimento unânime¹¹⁸.

A legislação brasileira adota expressamente a vertente românica, conforme evidenciam os artigos 1.314 e 1.316 do Código Civil¹¹⁹.

Washington Monteiro de Barros, ao comentar sobre a parte ideal, afirma que a divisão entre os condôminos é simplesmente declaratória e não atributiva de propriedade¹²⁰. Assim, todos os condôminos têm acesso ao todo, já que não há uma atribuição de parte real correspondente à parte ideal.

O condomínio em geral é conhecido como um estado odioso, motivo pelo qual os civilistas romanos já o classificava como a mãe das rixas (*mater rixarum*)¹²¹. Em decorrência desta característica, o Direito brasileiro estabelece diversos mecanismos

¹¹⁷ GOMES, Orlando. *Op. Cit.*, p. 146.

¹¹⁸ GOMES, Orlando. *Op. Cit.*, p. 147.

¹¹⁹ Código Civil. “Art. 1.314. Cada condômino pode usar da coisa conforme sua destinação, sobre ela exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão, reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse e alhear a respectiva parte ideal, ou gravá-la. (...) Art. 1.316. Pode o condômino eximir-se do pagamento das despesas e dívidas, renunciando à parte ideal.”

¹²⁰ BARROS MONTEIRO, Washington. **Curso de Direito Civil.**, 3º Vol. Direito das Coisas, Ed. Saraiva, São Paulo, 1967, p. 2.

¹²¹ GOMES, Orlando. *Op. Cit.* p. 231.

que visam desestimular o compartilhamento da propriedade, a exemplo da a imprescritibilidade da ação divisória¹²² e o estabelecimento de limitação de cinco anos para acordo de indivisão da coisa comum, suscetível de prorrogação¹²³.

Félix Ruiz Alonso, todavia, traz uma observação interessante sobre esta classificação genérica trazida pelos civilistas romanos. Para ele, os conflitos dos condomínios geralmente estão associados aos condomínios de caráter forçoso, pois os condomínios de caráter voluntário podem ser considerados como uma forma inteligente de se utilizar a propriedade, já que normalmente são regulamentados de acordo com os interesses dos condôminos para atendimento de suas necessidades¹²⁴.

Ao analisar a perspectiva condominial, o autor traz diversas ponderações relevantes sobre os condomínios voluntários, inclusive com o intuito de diferenciá-los das sociedades, já que ambos consistem num consórcio voluntário de indivíduos que almejam ser coproprietários de um mesmo objeto ou de um mesmo objetivo.

Neste ponto, Alonso defende que toda sociedade tem um condomínio como substrato comum, mas nem todo condomínio é sociedade, pois o *status condominialis* não constitui nova pessoa jurídica em si, o que somente é possível quando houver previsão legal¹²⁵.

Com isso, entende que se a lei não outorgar a personalidade a certas comunhões voluntariamente constituídas, estas comunhões serão simplesmente condomínios.

Os condomínios voluntários, que interessam sob a perspectiva dos fundos de investimento, podem se manifestar de diversas formas, cabendo mencionar aqui o condomínio imobiliário, tratado no Livro III do Código Civil, e o condomínio mobiliário, tratado em normas esparsas, com destaque para a Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965¹²⁶.

O melhor exemplo de condomínio imobiliário é o dos prédios residenciais, que são constituídos por apartamentos (unidades autônomas) e áreas comuns, compostas pelo elevador, pelas escadas, pelo salão de entrada, pelas áreas não construídas do

¹²² Código Civil. “Art. 1.320. A todo tempo será lícito ao condômino exigir a divisão da coisa comum, respondendo o quinhão de cada um pela sua parte nas despesas da divisão.”

¹²³ Código Civil. “Art. 1.320. (...) § 1º Podem os condôminos acordar que fique indivisa a coisa comum por prazo não maior de cinco anos, suscetível de prorrogação ulterior.”

¹²⁴ ALONSO. Félix Ruiz Alonso. *Op. Cit.* p. 15.

¹²⁵ ALONSO. Félix Ruiz Alonso. *Op. Cit.* p. 16.

¹²⁶ ALONSO. Félix Ruiz Alonso. *Op. Cit.* p. 17.

terreno etc. Neste caso, o condomínio corresponde a partes do imóvel que não são possíveis de divisão ou cuja divisão seria inviável.

Os condomínios mobiliários, diferentemente, são compostos por valores, isto é, por uma massa patrimonial de bens incorpóreos juridicamente considerados como objeto de propriedade¹²⁷.

Além de serem divididos em condomínios imobiliários e mobiliários, os condomínios voluntários também podem ser classificados como *pro diviso* ou *pro indiviso*. Os condomínios *pro diviso*, conforme ensina Silvio de Salvo Venosa, são aqueles em que existe mera aparência de condomínio, porque os comunheiros localizam-se em parte certa e determinada da coisa, sobre a qual exercem exclusivamente o direito de propriedade¹²⁸.

Os condomínios *pro indiviso*, a seu turno, são aqueles em que a indivisibilidade ocorre de fato e de direito, o que significa dizer que a propriedade é exercida em comum, sob a égide de cotas ideais¹²⁹.

Além destas classificações, Félix Ruiz Alonso distingue os condomínios a partir da análise de sua função em materialmente orgânicos e funcionalmente orgânicos. No primeiro caso, a unidade da coisa é permanente e materialmente irredutível¹³⁰. É o que se observa, por exemplo, quando uma cota de classe fechada de fundo de investimento é vendida. Nesta situação, apesar de haver uma substituição de proprietário, o bem continua materialmente íntegro.

No segundo caso, a saída do proprietário significa a diminuição da massa patrimonial, mas sem alteração da unidade orgânica¹³¹. É o que ocorre quando o cotista de uma classe de cotas aberta de fundo de investimento pede o resgate do seu dinheiro. Na prática, há apenas uma redução da massa patrimonial da classe, mas o fundo, como um todo, continua servindo às suas finalidades próprias.

3.2. Análise dos Fundos de Investimento sob a Perspectiva Condominial

¹²⁷ ALONSO, Félix Ruiz Alonso. *Op. Cit.*, p. 21.

¹²⁸ VENOSA, Sílvio de S. **Direito Civil: Direitos Reais**. v.4. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2023, p. 309.

¹²⁹ VENOSA, Sílvio de S. *Op. Cit.*, p. 309.

¹³⁰ ALONSO, Félix Ruiz Alonso. *Op. Cit.*, p. 18.

¹³¹ *Ibidem*.

Conforme definido no capítulo segundo, os fundos de investimento são estruturas de investimento coletivo capazes de proporcionar a seus cotistas segurança, rentabilidade e liquidez.

Diante das características que foram indicadas referentes aos condomínios, é possível observar que os fundos se aproximam dos condomínios voluntários, já que sua constituição se dá em razão do interesse de mais de uma pessoa em aportar recursos dentro de uma estrutura organizada, com regras claras para a busca de obtenção de retornos superiores aos que poderiam ser obtidos por meio de investimentos individuais.

A divisão ideal do patrimônio líquido dos fundos ou da classe de cotas, a seu turno, os aproxima dos condomínios classificados como *pro indiviso*, por não ser possível distinguir qual parte de fato e de direito do patrimônio líquido do fundo é materializada na cota.

A esse respeito, a peculiaridade dos fundos de investimento centra-se sobre a abstração do acervo patrimonial¹³², já que os cotistas, na maioria das vezes, entram e saem dos fundos sem possuírem contato direto com os bens móveis que compõem a carteira, o que somente ocorre nas situações em que o regulamento prevê a possibilidade de integralização com bens ou de possibilidade de resgate de valores mobiliários.

Afora características mais abstratas, conforme as delineadas até então, os fundos de investimento, estruturalmente divergem em diversos sentidos dos condomínios, pois o seu funcionamento é completamente alheio às peculiaridades de cada uma das espécies tratadas no código civil, seja no plano da administração, de seu funcionamento, de sua organização e de sua complexidade estrutural.

No capítulo do condomínio em geral, por exemplo, há previsão de que cada condômino pode usar da coisa conforme sua destinação, sobre ela exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão, reivindicá-la de terceiro e defender a sua posse (art. 1.314 do Código Civil). Essa ideia é legalmente inaplicável aos FII, já que a lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993 contém vedação expressa ao direito de os cotistas

¹³² ALONSO. Félix Ruiz Alonso. *Op. Cit.*, p. 24.

exercerem qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo¹³³.

Conforme registra Tavernard, que é crítico da teoria condominial, os investidores não possuem direitos de coproprietários sobre o patrimônio do fundo, tão somente sobre suas cotas, que são unidades autônomas¹³⁴ que lhes garantem tão somente direitos políticos nas matérias deliberadas nas assembleias gerais de cotistas ou direitos de ordem patrimonial.

Neste mesmo sentido, já havia entendido Ricardo de Santos Freitas que o próprio conjunto de regras que qualificam os fundos como condomínios não atribuem aos investidores os direitos garantidos a um condômino na acepção legal, conforme ficou demonstrado no exemplo do FII. Em verdade, explica, o próprio arcabouço normativo dispõe claramente que ao cotista é atribuído tão somente o direito à cota, de modo que entende que o próprio legislador retira do investidor a condição de condômino, restando-lhe apenas o *nomen iuris*¹³⁵.

Fernando Gaggini também já se manifestou criticamente à classificação condominial, ao asseverar que a utilização do termo “condomínio” se mostra um tanto quanto imprecisa, pois a estrutura dos fundos não se assemelha à do condomínio tradicional¹³⁶. Do mesmo modo, Ashton dizia ser inegável a existência de copropriedade nos fundos e de semelhanças entre os institutos, contudo, afirmava que o rótulo “condomínio” deveria ser posto em dúvida e que os fundos abertos, em específico, poderiam ser considerados, no máximo, como uma expectativa de condomínio, por ocasião de sua liquidação¹³⁷.

A ideia de expectativa de condomínio de Ashton encontrava base no art. 632 do Código Civil antigo, que dizia o seguinte “quando a coisa for indivisível, ou se tornar, pela divisão, imprópria ao seu destino, e aos consortes não quiserem adjudicá-la a um só, indenizando os outros, será vendida e repartido o preço”.

¹³³ Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993. “Art. 13. O titular das quotas do Fundo de Investimento Imobiliário: I - não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo;”

¹³⁴ TAVERNARD. *Op. Cit.*, p. 184.

¹³⁵ Freitas, Ricardo de Santos. **Natureza jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 161.

¹³⁶ GAGGINI, Fernando Schwarz. **Fundo de Investimento no Direito Brasileiro**. São Paulo: Liv. E Ed. Universitária de Direito, 2001. p. 53.

¹³⁷ ALONSO. Félix Ruiz Alonso. *Op. Cit.*, p. 25/26.

Dentre os defensores da vertente condominial, é possível indicar Nelson Eizirik¹³⁸, que descarta a aplicação da teoria associativa por ausência de *affectio* entre os cotistas, e Arnoldo Wald¹³⁹, que os enquadram como condomínios por força da ausência de personalidade jurídica e de classificação do instituto como tipo societário no rol taxativo do Código Civil.

Para Barreto Filho, a classificação condominial seria a mais adequada, apesar de não haver enquadramento da estrutura dos fundos na dos condomínios¹⁴⁰, conforme demonstrado acima.

Sob a análise de Alonso, baseada nas lições de Túlio Ascarelli¹⁴¹, a maior dificuldade da classificação dos fundos de investimento como condomínios estriba no caráter estático destes e dinâmico daqueles. Confira-se:

Não há a menor dúvida, os Fundos de Investimentos são organizações dinâmicas, como qualquer instituição mercantil, objetivando lucro. Por isso, a nova figura jurídica do condomínio mobiliário, aproxima-se se quiser à sociedade, terá desta a dinâmica, o relacionamento com terceiros, na prática dos negócios. Esta será uma nota própria dos condomínios mobiliários, embora alheia aos condomínios comum e imobiliário.

Com efeito, os fundos de investimento costumam ser mais dinâmicos que os demais condomínios trazidos pelo código civil, na medida em que, a exemplo dos fundos abertos, os gestores precisam estar constantemente reenquadrando a carteira, conforme a entrada e saída de cotistas, situação que aumenta e reduz o tamanho do fundo.

¹³⁸ “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 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 seus recursos.” EIZIRIK, Nelson *et al. Op. Cit.*, p. 124.

¹³⁹ WALD, Arnoldo. **Da Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário**. In: Revista Forense, n. 3009. Rio de Janeiro: Forense. p. 9.

¹⁴⁰ FILHO, Oscar Barreto. **Regime Jurídico das Sociedades de Investimento**. São Paulo: Ed. Max Limonad, 1956, p. 27.

¹⁴¹ “A existência de um condomínio para uma atividade ulterior com terceiros, leva, imediatamente, à idéia de sociedade. Realmente, a disciplina do condomínio coaduna-se com a utilização direta, pelos próprios condôminos, dos bens objeto do condomínio, e não com o aproveitamento destes em operações para com terceiros; com uma situação estática (que pode, por isso, decorrer seja de um contrato, seja de fato diverso) e não com uma organização dinâmica (decorrente de um contrato que disciplina justamente o aproveitamento dos bens em operações para com terceiros)” ASCARELLI, Túlio. **Problemas das Sociedades Anônimas**.

Direito Comparado, p. 204. In. ALONSO, Félix Ruiz. *Op. Cit.* p. 250

3.3. Considerações e Conclusão Sobre a Análise

Diante do que foi exposto neste capítulo terceiro, é possível concluir que apesar de o Código Civil enquadrar os fundos de investimento como condomínios, algumas diferenças estruturais e dinâmicas os distancia do enquadramento imposto. Tanto que o próprio legislador reconheceu expressamente a inaplicabilidade das regras balizadoras dos demais condomínios, conforme registrado no art. 1.368-C, do referido diploma¹⁴².

No entanto, apesar de existirem diferenças estruturais e de dinâmica, os institutos possuem semelhanças em determinados aspectos, tal como a existência de pluralidade subjetiva sobre um único bem, a ausência de personalidade jurídica e a falta de caracterização societária.

Como ponto de consideração em razão da inclusão dos fundos de investimento no código civil como condomínio, apesar de não haver um enquadramento perfeito dos institutos, é importante observar que sua regulamentação, independente do *nomen iuris* utilizado, vem sendo desempenhada com eficiência pela Comissão de Valores Mobiliários, que se demonstra disposta a observar as necessidades do mercado, conforme fartamente demonstrado no relatório da audiência pública SDM 08/20¹⁴³, responsável por registrar as sugestões e pontos levantados por participantes do mercado sobre a minuta da RCVM 175.

Neste sentido, a grande vantagem do enquadramento é a de que a CVM continua com liberdade para ditar praticamente todas as regras referentes aos fundos de investimento, permitindo que eventuais alterações do mercado possam ser refletidas nas resoluções normativas com a celeridade necessária, a exemplo do que sendo demonstrado acerca dos investimentos em criptoativos e investimentos que incorporam questões ESG.

¹⁴² Para Flávio Tartuce, crítico da introdução dos fundos de investimento no Código Civil, é confusa a classificação de um instituto como condomínio sem aplicação de suas regras. Em suas palavras: "(...) a norma estabelece na sequência que não serão adotadas as regras relativas ao condomínio, previstas na codificação. Ora, como seria possível haver um condomínio sem a aplicação das suas regras? O texto ficou confuso – podendo gerar problemas práticos e categóricos – e sem efetividade, na minha opinião doutrinária." TARTUCE, Flávio. **Direito das Coisas**. v.4. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2023, p. 262.

¹⁴³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Audiência Pública SDM 80/20**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 31 ago. 2023.

4. SOCIEDADES

4.1. Definição, Classificações e Características

A definição legal de sociedade normalmente é trabalhada pela doutrina em cima do art. 981 do código civil, que diz celebrarem contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, com o exercício da atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados.

José Edwaldo Tavares Borba, de forma analítica, define as sociedades como entidades dotadas de personalidade jurídica, patrimônio próprio, atividade negocial e fins lucrativos. Explica que a personalidade jurídica é o elemento que garante à essas entidades capacidade de adquirir direitos e obrigações, o patrimônio próprio é elemento que ressalta a autonomia delas perante os sócios, a atividade negocial representa a marca da atuação das sociedades como entidades voltadas para o mundo dos negócios e o fim lucrativo, a sua essência¹⁴⁴.

As sociedades possuem diversas classificações no direito brasileiro. Dentre as mais conhecidas, podem ser classificadas de acordo com a forma como exercem as suas atividades (sociedades empresárias e não empresárias), com a presença ou ausência de personalidade jurídica (sociedades personificadas e não personificadas), com a participação ou não do sócio na exploração das atividades (sociedade de pessoas e de capital), e com a extensão ou não da responsabilidade patrimonial dos sócios (sociedades de responsabilidade limitada, ilimitada ou mista)¹⁴⁵.

Os tipos societários atualmente indicados no Livro II (Do Direito de Empresa), Título II (Da Sociedade), do Código Civil são: a sociedade em comum, a sociedade em conta de participação, a simples (*strictu sensu*)¹⁴⁶, a sociedade em nome coletivo, a sociedade em comandita simples, a limitada, a anônima, a sociedade em comandita

¹⁴⁴ BORBA, José Edwaldo T. **Direito Societário**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2022, p. 21.

¹⁴⁵ VENOSA, Sílvio de S. **Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2020, pp. 104-106.

¹⁴⁶ Conforme ensina Tavares Borba, a sociedade em comandita por ações, “a expressão sociedade simples assume (...) dois sentidos, significando tanto a natureza da sociedade, segundo a dinâmica da atividade desenvolvida (que a distingue da sociedade empresária), como uma das espécies (forma ou tipo) de sociedade. Pode-se, pois, falar em sociedade simples lato sensu e sociedade simples stricto sensu.” BORBA, José Edwaldo T. *Op. Cit.* p. 8.

por ações e a sociedade cooperativa, em que pese a existência de discussão acerca da natureza societária desta última¹⁴⁷.

No que se refere à classificação quanto à forma pela qual exercem suas atividades, as sociedades podem ser diferenciadas entre sociedades não empresárias (ou simples *lato sensu*) e empresárias, antigamente denominadas, respectivamente, por sociedades cíveis e comerciais¹⁴⁸.

As sociedades empresárias, conforme o nome sugere, são aquelas que exercem atividade própria de empresário¹⁴⁹, de modo que são vinculadas ao conceito de empresário trazido pelo art. 966 do Código Civil: “considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços”¹⁵⁰. Em outras palavras, são sociedades que conjugam três elementos: (i) profissionalização (termo que compreende a habitualidade, a pessoalidade e o monopólio de informações¹⁵¹) (ii) organização de atividades; e (iii) a produção ou circulação de bens ou de serviços. Estão excluídas desta categoria, por expressa disposição legal, as sociedades que exercem profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores, salvo se o exercício da profissão constituir elemento de empresa¹⁵².

¹⁴⁷ Conforme ensina Tavares Borba: “Não obstante arrolada pelo Código Civil entre as sociedades (art. 1.093), a chamada sociedade cooperativa não se ajusta ao conceito pleno de sociedade, uma vez que a cooperativa em si mesma não tem fim lucrativo. Ela não se dispõe, semelhantemente às sociedades em geral, a realizar lucros para distribuí-los aos seus sócios segundo a participação de cada um no capital social, como ocorre em todas as sociedades.” BORBA, José Edwaldo T. *Op. Cit.* p. 7.

¹⁴⁸ BORBA, José Edwaldo T. *Op. Cit.* p. 3.

¹⁴⁹ Código Civil. “Art. 982. Salvo as exceções expressas, considera-se empresário a sociedade que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário sujeito a registro (art. 967); e, simples, as demais.”

¹⁵⁰ Código Civil. “Art. 966. Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços.”

¹⁵¹ “A noção de exercício profissional de certa atividade é associada, na doutrina, a considerações de três ordens. A primeira diz respeito à habitualidade. Não se considera profissional quem realiza tarefas de modo esporádico. (...). O segundo aspecto do profissionalismo é a pessoalidade. O empresário, no exercício da atividade empresarial, deve contratar empregados. São estes que, materialmente falando, produzem ou fazem circular bens ou serviços. (...). Estes dois pontos normalmente destacados pela doutrina, na discussão do conceito de profissionalismo, não são os mais importantes. A decorrência mais relevante da noção está no monopólio das informações que o empresário detém sobre o produto ou serviço objeto de sua empresa. Este é o sentido com que se costuma empregar o termo no âmbito das relações de consumo (...).” COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de Direito Comercial**. 31ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2020. pp. 22-23.

¹⁵² Código Civil. Art. 966. (...) Parágrafo único. Não se considera empresário quem exerce profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores, salvo se o exercício da profissão constituir elemento de empresa.

As sociedades simples *lato sensu*, a seu turno, compreendem todas aquelas que não se enquadram no conceito de sociedades empresárias por ausência de organização profissional dos fatores de produção ou por expressa vedação legal, conforme indicado acima. Por interpretação integrativa do Código Civil, as sociedades simples podem assumir qualquer um dos tipos societários indicados acima, com exceção das sociedades por ação, por vedação do art. 982, parágrafo único do referido diploma, enquanto as sociedades empresárias podem assumir qualquer tipo societário, com exceção das sociedades simples *stricto sensu*¹⁵³ e das cooperativas.

A classificação das sociedades quanto a presença ou ausência de personalidade jurídica vem desenhada na própria estruturação sistemática do código civil, na medida em que o Livro II (Do Direito de Empresa), Título II (Da Sociedade), Capítulo Único (Disposições Gerais) é segmentado em dois subtítulos, o Subtítulo I (Da Sociedade Não Personificada) e o Subtítulo II (Da Sociedade Personificada).

Nas sociedades não personificadas, encontram-se os tipos sociedade em comum (conhecidas como sociedades irregulares ou como sociedades de fato¹⁵⁴) e sociedade em conta de participação, enquanto nas sociedades personificadas, encontram-se os demais tipos societários existentes.

O que diz se uma sociedade possui ou não personalidade jurídica é inscrição ou não, no registro próprio e na forma da lei, de seus atos constitutivos¹⁵⁵. No caso das sociedades classificadas como empresariais, o registro deve ser realizado nas juntas comerciais, enquanto no caso das sociedades simples *lato sensu*, o registro deve ser realizado no Cartório de Registro Civil de Pessoas Jurídicas competente¹⁵⁶. A única sociedade que não adquire personalidade jurídica, mesmo que o instrumento contratual seja inscrito em qualquer registro, é a sociedade em conta de participação, por expressa disposição legal.¹⁵⁷

Em relação à classificação societária de acordo com a participação ou não do sócio na exploração das atividades, as sociedades podem ser classificadas como

¹⁵³ BORBA, José Edwaldo T. *Op. Cit.*, p. 8.

¹⁵⁴ VENOSA, Sílvio de S. **Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2020, p. 108.

¹⁵⁵ Código Civil. “Art. 985. A sociedade adquire personalidade jurídica com a inscrição, no registro próprio e na forma da lei, dos seus atos constitutivos (arts. 45 e 1.150).”

¹⁵⁶ Código Civil. “Art. 1.150. O empresário e a sociedade empresária vinculam-se ao Registro Público de Empresas Mercantis a cargo das Juntas Comerciais, e a sociedade simples ao Registro Civil das Pessoas Jurídicas, o qual deverá obedecer às normas fixadas para aquele registro, se a sociedade simples adotar um dos tipos de sociedade empresária.”

¹⁵⁷ Código Civil. “Art. 993. O contrato social produz efeito somente entre os sócios, e a eventual inscrição de seu instrumento em qualquer registro não confere personalidade jurídica à sociedade.”

sociedades de pessoas ou de capital. Na primeira, explica Venosa¹⁵⁸, a figura do sócio é determinante para a sua constituição, de modo que o elemento *affectio societatis* se apresenta com maior força. Na sociedade de capital, a seu turno, a titularidade da participação societária acaba não tendo a mesma relevância e o que realmente se destaca é o caráter patrimonial da fração ideal do capital social, isto é, o dinheiro investido. A questão da *affectio societatis* chega a ficar extremamente enfraquecida em determinadas situações, conforme bem registrado por Comparato quando do desenvolvimento da ideia de macrocompanhia:

O que importa relembrar aqui é que a macrocompanhia acentua ao extremo essa predominância das coisas sobre os homens, transformando-se em gigantesco mecanismo de poder econômico despersonalizado, tanto no que se refere aos seus acionistas quanto no que tange à relação econômica entre o capital e o trabalho. Nessas condições, sua estrutura se aproxima muito mais da fundação do que da sociedade propriamente dita. Como a fundação, a macrocompanhia subsiste unicamente em função do seu objeto – a exploração empresarial – e não em razão do relacionamento pessoal entre acionistas (*affectio societatis*).¹⁵⁹

Por fim, mas não menos importante, as sociedades podem ser classificadas, de acordo com a extensão ou não da responsabilidade patrimonial dos sócios, em sociedades de responsabilidade ilimitada, limitada ou mista.

Nas sociedades de responsabilidade ilimitada, como o nome sugere, todos os sócios respondem por eventuais dívidas que superem o capital social, ainda que de forma subsidiária. É o que se observa no caso das sociedades em nome coletivo¹⁶⁰ e nas sociedades irregulares¹⁶¹.

Nas sociedades de responsabilidade limitada, ao inverso, todos os sócios respondem de forma limitada, isto é, até o limite do capital subscrito e não integralizado. Enquadram-se nesta classificação as sociedades limitadas¹⁶² e as sociedades anônimas¹⁶³.

¹⁵⁸ VENOSA, Sílvio de S. *Op. Cit.*, p. 104.

¹⁵⁹ COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos jurídicos da Macroempresa**. São Paulo, 1970, p. 88.

¹⁶⁰ Código Civil. “Art. 1.039. Somente pessoas físicas podem tomar parte na sociedade em nome coletivo, respondendo todos os sócios, solidária e ilimitadamente, pelas obrigações sociais”.

¹⁶¹ Código Civil. “Art. 990. Todos os sócios respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais, excluído do benefício de ordem, previsto no art. 1.024, aquele que contratou pela sociedade.”

¹⁶² Código Civil. “Art. 1.052. Na sociedade limitada, a responsabilidade de cada sócio é restrita ao valor de suas quotas, mas todos respondem solidariamente pela integralização do capital social.”

¹⁶³ Código Civil. “Art. 1.088. Na sociedade anônima ou companhia, o capital divide-se em ações, obrigando-se cada sócio ou acionista somente pelo preço de emissão das ações que subscrever ou adquirir.”

Já nas sociedades de responsabilidade mista, existem duas categorias de sócios, os que respondem de forma limitada e os que respondem de forma ilimitada. Neste grupo estão as sociedades em comandita simples¹⁶⁴ e as sociedades em comandita por ações¹⁶⁵.

As sociedades simples *strictu sensu*, conforme ensina Borba, podem assumir a condição de sociedade limitada ou ilimitada, a depender da opção eleita pelo contrato social¹⁶⁶.

4.2. Análise dos Fundos de Investimento sob a Perspectiva Societária

Apresentadas as principais características das sociedades, classificações e tipos societários existentes, é possível dar um passo adiante para analisar quais as principais semelhanças entre os fundos de investimento e as sociedades, bem como quais classificações e tipos societários mais se aproximam do instituto, a fim de delimitar o escopo da análise.

Como dito, o conceito de sociedade é trabalhado pela doutrina com base no art. 981 do Código Civil, que diz celebrarem “contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens e serviços, para o exercício de atividade econômica e partilha, entre si, dos resultados”.

Da leitura deste artigo, é possível concluir que, para que um instituto possa ser considerado como sociedade, precisa contar com pelo menos três elementos: contribuição com bens e serviços; exercício de atividade econômica; e partilha de resultados.

De outro lado, os fundos de investimento, conforme trabalhado por Ricardo de Santos Freitas, mencionado por Pavia, cinco são os elementos essenciais dos fundos de investimento: contribuição com bens; finalidade econômica; partilha de resultados; administração profissional; e distribuição pública das cotas.¹⁶⁷

¹⁶⁴ Código Civil. “Art. 1.045. Na sociedade em comandita simples tomam parte sócios de duas categorias: os comanditados, pessoas físicas, responsáveis solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais; e os comanditários, obrigados somente pelo valor de sua quota.”

¹⁶⁵ Código Civil. “Art. 1.091. Somente o acionista tem qualidade para administrar a sociedade e, como diretor, responde subsidiária e ilimitadamente pelas obrigações da sociedade.”

¹⁶⁶ Código Civil. “Art. 997. A sociedade constitui-se mediante contrato escrito, particular ou público, que, além de cláusulas estipuladas pelas partes, mencionará: (...) VIII - se os sócios respondem, ou não, subsidiariamente, pelas obrigações sociais.”

¹⁶⁷ PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. Cit.*, p. 45.

Desta forma, a caracterização destes três requisitos é inegável, porque primeiro, para que o fundo possa realizar investimentos, é preciso que alguém subscreva e integralize suas cotas; segundo, a atividade dos prestadores de serviço, de análise, compra e venda de ativos, de forma profissional, para a obtenção de proveitos econômicos, inegavelmente constitui exercício de atividade econômica; e terceiro, a distribuição de resultados se faz presente na valorização das cotas, em caso de sucesso dos investimentos. Estabelecido o preenchimento dos três requisitos, cabe analisar as características.

A presença de gestão profissional de ativos dentro de uma estrutura organizada, ao que tudo indica, aproxima os fundos de investimento das sociedades empresárias, isto é, daquelas que têm como objeto o exercício da atividade de empresário, pessoa que exerce profissionalmente atividade organizada para a produção de bens ou de serviços.

Neste caso, o próprio conceito de fundo de investimento tratado neste estudo já inclui em sua base a questão da gestão profissional de recursos, desempenhada pelo gestor, prestador de serviços que se assemelharia à posição de administrador¹⁶⁸, de diretor¹⁶⁹ ou de procurador da sociedade eleito pelos representantes¹⁷⁰, na medida em que estes possuem poderes para vincular a sociedade perante terceiros no plano externo¹⁷¹.

Em uma loja de sapatos, para se ilustrar o entendimento com exemplo prático, quem define os critérios de seleção dos produtos e realiza o contrato de compra e venda é o administrador, o diretor ou seus procuradores.

¹⁶⁸ “Sob o prisma da competência, os órgãos podem ser divididos em órgãos externos (ou representativos), predispostos a exteriorizar a vontade coletiva a terceiros a praticar os atos jurídicos e materiais que afetam as relações da sociedade perante terceiros, e órgãos internos, que agem no âmbito das relações entre a pessoa coletiva e os seus membros e/ou órgãos, sem entrar em contato com terceiros, estranhos à sociedade. Qualquer pessoa jurídica deve ter, ao menos, um órgão externo ou representativo.” ADAMEK, Marcelo Vieira von.; FRANÇA, Erasmo Valadão A e N. **Vinculação da Sociedade: Notas Críticas ao art. 1.015 do Código Civil.** In: Revista do Advogado, v. 96, pp. 65-73, 2008, São Paulo. p. 32.

¹⁶⁹ Lei das Sociedades Anônimas. “Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria.”

¹⁷⁰ Código Civil. “Art. 653. Opera-se o mandato quando alguém recebe de outrem poderes para, em seu nome, praticar atos ou administrar interesses. A procuração é o instrumento do mandato.”

¹⁷¹ Código Civil. “Art. 997. A sociedade constitui-se mediante contrato escrito, particular ou público, que, além de cláusulas estipuladas pelas partes, mencionará: VI - as pessoas naturais incumbidas da administração da sociedade, e seus poderes e atribuições;”. Apesar de aplicável às sociedades simples *strictu sensu*, é importante lembrar que as disposições deste tipo societário se aplicam subsidiariamente aos demais.

Assim, ao avaliar a compra dos sapatos, os representantes podem estabelecer como critérios de compra a qualidade do material do produto, os tamanhos que pretendem comprar, de acordo com o estoque, o preço que entendem justo pela compra, o preço que pretendem vender, a reputação dos fornecedores, as marcas a serem vendidas, o gosto do público etc.

A atividade do gestor não é muito diferente, pois no momento em que o investidor aporta recursos em um fundo de investimento, o gestor tem que ter ciência de quais são os limites por emissor ou por ativo do fundo e o que a carteira está precisando.

Estabelecido que a carteira precisa de ações, por exemplo, o gestor irá analisar qual setor ou segmento de empresa é o mais interessante no momento, definir qual das companhias tem maiores perspectivas de crescimento ou de aumento de distribuição de resultados, se o papel está barato ou caro, se a companhia segue determinados padrões de governança corporativa etc.

Diante destas considerações, sobre a ótica da classificação pela forma de exercício das atividades, entende-se que a possibilidade de enquadramento dos fundos na classificação de sociedade simples *lato sensu* estaria descartada, em razão da aproximação do conceito e das características dos fundos de investimentos à classificação das sociedades empresárias.

Em relação à classificação de acordo com a ausência ou presença de personalidade jurídica, é inegável que os fundos de investimento se aproximam da classe das sociedades não personificadas por ausência de disposição legal.

No tocante à classificação da participação ou não dos sócios na exploração das atividades, pode-se dizer que, em regra, os fundos de investimento se aproximam da classificação das sociedades de pessoas, sendo a exceção as classes exclusivas, que são constituídas para receber aplicações exclusivamente de um único investidor profissional, de cotistas que possuam vínculo societário familiar ou de cotistas vinculados por interesse único e indissociável¹⁷².

Por fim, em relação à responsabilidade, os fundos podem ser enquadrados na classificação das sociedades limitadas ou ilimitadas, conforme explorado anteriormente, a depender do que vier expresso no regulamento.

Desta forma, diante das considerações feitas acima, os fundos de investimento se aproximam das sociedades classificadas como empresária, não personificada, de

¹⁷² Art. 115 da RCVM 175.

capital (regra) e de responsabilidade limitada ou ilimitada, a depender do que vier estabelecido no regulamento.

Dentre os diversos tipos societários existentes, conforme trabalhado no item anterior, é possível concluir que, se seguida a linha de classificação apresentada, os fundos de investimento, por não serem dotados de personalidade jurídica, se aproximam das sociedades em comum e das sociedades em conta de participação. Neste sentido, a análise passará a ser feita sobre o enquadramento do instituto nestes tipos societários.

4.2.1. Sociedades em Comum

As sociedades em comum, também reconhecidas como sociedades irregulares ou sociedades de fato, são aquelas que, de acordo com o art. 986 do Código Civil, não possuem seus atos constitutivos inscritos no órgão de registro competente.

O registro, como se sabe, é uma forma de dar publicidade aos atos constitutivos das sociedades¹⁷³, permitindo que terceiros tenham ciência de quem são seus representantes, o seu capital social, o regime de responsabilidade dos sócios e as atividades desempenhadas pela sociedade, registradas no objeto social. Neste sentido, a partir do momento em que uma sociedade deixa de registrar seus atos societários, fica difícil de os terceiros terem noção de sua organização e bens. Diante desta dificuldade, o legislador estabelece que o regime de responsabilidade destas sociedades é ilimitado, o que serve, inclusive, como forma de estimular a regularização da situação.

Além da responsabilidade ilimitada, há outra característica que desestimula a constituição de sociedade irregular, prevista no art. 987 do Código Civil, que permite o reconhecimento das relações entre os sócios apenas por escrito, enquanto para terceiros, por qualquer meio de prova existente.

Conforme mencionado anteriormente, a sociedade em comum costuma ser designada pela doutrina como sociedade irregular ou sociedade de fato,

¹⁷³ “(...) intervém no ato jurídico, como elemento formador ou com o caráter de inoponibilidade em relação a determinados terceiros ou a todos terceiros em geral, em relação ao fato jurídico, em sendo imposta para servir de elemento comprobatório do mesmo e determinar todos os efeitos imediatos que dele possam defluir.” LOPES, Miguel Maria de Serpa. **Tratado dos Registros Públicos: em Comentário ao Decreto 4.857, de 9 de Novembro de 1939, com as Alterações Introduzidas pelo Decreto 5.318, de 29 de novembro de 1940 e Legislação Posterior em Conexão com o Direito Privado Brasileiro**. 6. ed. rev. e atual. Brasília: Brasília Jurídica, 1997. p. 19-20.

denominações que possuem uma razão diferenciadora. Explica Venosa que na sociedade irregular existe um contrato entre os sócios, mas os requisitos se encontram incompletos, enquanto na sociedade irregular, o contrato é ausente ou encontra-se inquinado de nulidade¹⁷⁴.

Em qualquer situação, os bens e as dívidas sociais constituem patrimônio especial, do qual os sócios são titulares em comum.

Erasmus Valadão, inclusive, já registrou o entendimento, em parecer sobre fundos de investimento, que a natureza jurídica do instituto é a da sociedade despersonalizadas, com aplicação subsidiária das normas relativas ao direito societário, particularmente as normas das sociedades em comum:

(...) os sócios são titulares em comum do patrimônio do Fundo 'X', eis que a sociedade em questão – o Fundo 'X' – não tem personalidade jurídica e, portanto, não pode ser titular de um patrimônio separado, como ocorre com as sociedades personalizadas.

Daí a menção da lei à comunhão ou condomínio entre os participantes. Há realmente uma comunhão entre eles com relação aos bens sociais, os quais, com as dívidas, constituem patrimônio especial – a ser executado em primeiro lugar pelos credores em caso de inadimplemento das obrigações sociais.

A natureza do Fundo 'X' é a de uma sociedade não personalizada. O Fundo 'X' é regido pelos artigos 49 e 50 da Lei 4.728/1965 e pela Instrução CVM 302/1999, sendo subsidiariamente a ele aplicáveis as normas do Código Civil relativas ao direito societário, particularmente as normas sociedade em comum e sobre a sociedade simples e, analogicamente, as disposições da Lei de S/A. (...) ¹⁷⁵.

Na mesma linha, é o entendimento de Sérgio Mourão Corrêa-Lima, em escrito conjunto com Vinicius Rodrigues Pimenta¹⁷⁶ e de Mário Tavernard¹⁷⁷.

¹⁷⁴ VENOSA, Sílvio de S. *Op. Cit.*, p. 113.

¹⁷⁵ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. Conflito de Interesses Apurado pela Própria Assembleia de Quotistas. Quórum Qualificado para Destituição de Administrador de Fundo.** In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de Direito Societário, Falimetar e Teoria da Empresa.** São Paulo: Malheiros, 2009, p. 194.

¹⁷⁶ "Tendo em vista que os fundos englobam recursos comuns, destinados à aplicação em certos e específicos títulos ou valores mobiliários; que os investidores adquirem e se tornam titulares das cotas dos fundos; que o patrimônio dos fundos pertence aos investidores, na medida em que não têm personalidade jurídica; que a gestão dos recursos é feita conforme o interesse dos investidores, pode-se concluir que os fundos de investimento são sociedades de fato, formadas por investidores (sócios), que exercem propriedade em comum (condomínio) sobre o dinheiro." CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão; PIMENTA, Vinicius Rodrigues. **Fundos de Investimento.** In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando. SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.); Freitas, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (org.). **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais – Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima.** São Paulo: Quartier Latin, 2011. P. 659-660.

¹⁷⁷ Tavernard. *Op. Cit.* p. 199.

Em nosso entendimento, apesar de esse tipo societário ser despedido de personalidade jurídica, assim como os fundos de investimento, suas características são diferentes, na medida em que os fundos de investimento são registrados na comissão de valores mobiliários e os cotistas ou pessoas interessadas têm ciência de sua organização, de seu patrimônio líquido, dos seus objetivos, da sua política de investimento, do regime de responsabilidade dos cotistas e das responsabilidades dos prestadores de serviços (princípio do *full and fair disclosure*¹⁷⁸), o que os coloca em posição distante da irregularidade ou de mera existência fática, como as sociedades em comum.

4.2.2. Sociedades em Conta de Participação

Na sociedade em conta de participação, conforme ensina Tavares Borba, uma ou mais pessoas fornecem bens a um empresário, a fim de que este os aplique em determinadas operações no interesse comum¹⁷⁹.

Esse empresário é designado pelo Código Civil como sócio ostensivo, enquanto os investidores são designados como sócios participantes. O sócio ostensivo é aquele que se obriga perante terceiros, enquanto os participantes acabam ficando ocultos na relação, vinculados exclusivamente ao sócio ostensivo, na relação interna pactuada entre ambos¹⁸⁰.

Para Tavares Borba, esse tipo societário se aproxima mais de um contrato de participação do que de uma sociedade, por ausência de reunião dos pressupostos necessários à classificação societária, havendo tão somente a presença da conjugação de recursos para exploração comum¹⁸¹. A própria relação do sócio ostensivo com o sócio participante é bilateral, não havendo qualquer comunicação entre os sócios participantes, se houver mais de um.

¹⁷⁸ Sobre o princípio do *full and fair disclosure*, recomendamos a leitura de artigo elaborado por Gustavo Machado Gonzalez, que trata com propriedade do assunto (GONZALEZ, Gustavo Machado. **Full and Fair Disclosure no Direito Aplicado: a Simetria Perseguida e as Assimetrias Toleradas**. In: André Grünspun Pitta; Guilherme Setoguti j. Pereira. (Org.). **Direito Empresarial Aplicado**. 1 Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, v. 1, p. 385-407.)

¹⁷⁹ BORBA, José Edwaldo T. *Op. Cit.*, p. 109.

¹⁸⁰ Código Civil. “Art. 991. Na sociedade em conta de participação, a atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente pelo sócio ostensivo, em seu nome individual e sob sua própria e exclusiva responsabilidade, participando os demais dos resultados correspondentes. Parágrafo único. Obriga-se perante terceiro tão-somente o sócio ostensivo; e, exclusivamente perante este, o sócio participante, nos termos do contrato social”.

¹⁸¹ BORBA, José Edwaldo T. *Op. Cit.*, p. 111.

Ao explicar a forma de operação das sociedades em conta de participação, explica que ela possui duas faces, a externa e a interna. Na externa, o empresário obriga-se e adquire direitos com terceiros como se a sociedade não existisse. Na face interna, os resultados das operações são registrados nas respectivas contas abertas especificamente para os investimentos, em que todas as despesas e resultados que forem se acumulando serão repassados aos sócios participantes¹⁸².

Na prática, indica, esse tipo societário costuma ser empregado nas incorporações imobiliárias, em que uma sociedade assume o papel de sócio ostensivo, responsável pela construção, e os participantes fornecem terrenos e recursos para, depois, ratearem entre si eventuais proveitos¹⁸³.

Em matéria de responsabilidade, o sócio ostensivo responde perante terceiros por seus atos de acordo com a forma societária adotada e os sócios participantes de acordo com o que estiver estabelecido no contrato social.

Diante destas características, é possível afirmar que os fundos de investimento se assemelham a esse tipo societário, na medida em que os cotistas participam como investidores e o fundo, representado por seus prestadores de serviços essenciais, como sócio ostensivo.

Para se ter uma ideia da semelhança dos institutos, basta comparar uma operação de incorporação imobiliária com as atividades de um fundo de investimento imobiliário classificados pela Anbima como “fundo de investimento de desenvolvimento para venda”¹⁸⁴.

Esses fundos, conforme registrado no documento “Regras e Procedimentos do Código de Administração de Recursos de Terceiros” são fundos de investimento imobiliário que “objetivam investir acima de 2/3 de seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em desenvolvimento de empreendimentos imobiliários em fase de projeto ou construção para fins de alienação futura a terceiros”.

Com base neste exemplo, é possível afirmar que, na essência, não parece existir diferença entre a incorporação imobiliária viabilizada por uma sociedade em conta de

¹⁸² *Ibidem*.

¹⁸³ *Ibidem*. p. 112.

¹⁸⁴ “FII de Desenvolvimento para Venda: FII que objetivam investir acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em desenvolvimento de empreendimentos imobiliários em fase de projeto ou construção para fins de alienação futura a terceiros;” ANBIMA. Consolidado das Regras e Procedimentos do Código ART. Disponível em https://www.anbima.com.br/data/files/1B/74/4F/9E/DCB84810EA926748882BA2A8/Codigo%20de%20ART_03.01.22.pdf. Acesso em: 31 ago. 2023, p. 98.

participação e a viabilizada por um fundo de investimento, situação que também poderia ser visualizada em outros tipos de negócios, como na compra de créditos com deságio, por exemplo.

Sobre este último exemplo, imagine a situação hipotética em que exista uma sociedade empresária especializada na compra com deságio e execução de títulos de crédito inadimplidos e que, em determinado momento, encontrou uma excelente oportunidade de comprar a carteira de crédito de uma conhecida rede de varejo regional.

Ocorre que a carteira era muito cara. Por esse motivo, a sociedade optou por constituir uma sociedade de propósito específico com diversos investidores, que tinham conhecimento de sua expertise no mercado e que objetivavam obter os retornos sobre o deságio dos títulos.

Com o dinheiro próprio e dos investidores em mãos, a sociedade, na qualidade de sócia ostensiva, compra a carteira da varejista e passa a obter retornos com a execução dos títulos adquiridos com deságio, para distribuir os rendimentos para si e para os sócios participantes.

No caso dos fundos de investimento, essa situação pode ser visualizada nos fundos de investimento em direitos creditórios classificados pela Anbima como “crédito pessoal”¹⁸⁵.

Esses fundos, conforme registrado no documento “Regras e Procedimentos do Código de Administração de Recursos de Terceiros” são fundos de investimento em direitos creditórios que buscam “retorno por meio de investimentos em carteira de recebíveis (direitos ou títulos) originários de operações crédito pessoal não relacionado aos setores de veículos, imobiliário e do agronegócio”.

Na prática, eles o gestor e os prestadores de serviço por ele contratados fazem o mesmo procedimento que a sociedade especializada, de modo que a essência e o *modus operandi* acabam sendo bem próximos. Os cotistas aportam recursos nos fundos de e gestor ou os prestadores de serviço por ele contratados selecionam os direitos creditório que atendam os critérios de elegibilidade e condições de cessão estabelecidos no regulamento do fundo¹⁸⁶.

¹⁸⁵ “Crédito Pessoal: FIDC que busca retorno por meio de investimentos em carteira de recebíveis (direitos ou títulos) originários de operações crédito pessoal não relacionado aos setores de veículos, imobiliário e do agronegócio,” ANBIMA. Consolidado das Regras e Procedimentos do Código ART. *Op. Cit.*, p. 88.

¹⁸⁶ Art. 21, III, do Anexo Normativo II da RCVM 175.

As grandes diferenças entre as estruturas dos fundos e das sociedades em conta de participação talvez resida na questão das contas separadas, nos deveres regulatórios impostos pela CVM, que acabam sendo mais rígidos, e nas próprias dimensões da operação, considerando-se que os fundos possuem maior capilaridade, um potencial de arrecadação maior e, conseqüentemente, de diversificação de carteira¹⁸⁷.

Como se vê, diante dos exemplos trazidos, é possível afirmar que os fundos de investimento possuem uma estrutura muito semelhante à das sociedades em conta de participação, não à toa, em diversas jurisdições, eles são regidos pela forma de sociedade em conta de participação¹⁸⁸.

4.3. Considerações e Conclusão sobre a Análise

Diante do que foi exposto neste capítulo quarto, é possível concluir que os fundos de investimento possuem algumas semelhanças com as sociedades, começando pela própria definição de sociedade, registrada no art. 981 do Código Civil, pois os fundos de investimento também dependem de contribuições com bens, possuem exercício de atividade econômica e partilha de resultados.

Em relação às características, restou demonstrado o enquadramento do instituto nas sociedades classificadas como empresárias, não personificadas, de capital (regra) e de responsabilidade limitada ou ilimitada, a depender do que vem estabelecido no regulamento.

Como o Código Civil possui apenas duas sociedades classificadas como despersonalizadas, como as sociedades em comum e as sociedades em conta de participação, analisamos o enquadramento em relação a esses dois tipos societários.

¹⁸⁷ Ao analisar os fundos de investimento sob a perspectiva das sociedades em conta de participação, Peter Ashton, pontua quatro inadequações: "1) o fato de que a sociedade em conta de participação obtém seu crédito comercial e bancário unicamente através do prestígio de seu sócio ostensivo, e não como entidade autônoma, embora tal deficiência possa ser suprida se o sócio ostensivo administrador é uma grande sociedade anônima; 2) não pode a sociedade em conta de participação dirigir-se ao público e emitir ações como o faz uma sociedade anônima; nem usufrui ela da mesma proteção em sua organização e operações como uma sociedade anônima; 3) não é sociedade em sua forma jurídica compatível ou uma empresa permanente de grandes proporções; 4) não pode ela possuir razão social, ou qualquer sede oficial de negócios sob pena de todos os sócios participantes terem que assumir responsabilidade solidária e ilimitada, tornando-se a sociedade uma em nome coletivo, embora de existência irregular." ASHTON, Peter Walter. **Companhias de Investimentos**. Edições Financeiras, Ed. 1ª: Rio de Janeiro, 1963. p. 106-107.

¹⁸⁸ *Ibidem.*, p. 112.

Quanto às sociedades em comum (diferenciadas em regulares ou sociedades de fato), apesar de identificarmos alguns entendimentos sobre o enquadramento a esse tipo societário, entendemos que os fundos de investimento, por serem regulamentados exaustivamente pela Comissão de Valores Mobiliários, que impõe uma série de deveres de informação, baseado no princípio de *full and fair disclosure*, estão distantes de uma situação de irregularidade ou de mera existência fática.

Por fim, em relação às sociedades em conta de participação, foi possível identificar alguns pontos de semelhança. A esse respeito, identificamos que os fundos se assemelham ao sócio ostensivo e os cotistas aos sócios participantes, que apenas investem o dinheiro com a finalidade de obter rendimento com as atividades do sócio ostensivo.

Como forma de apresentação prática das semelhanças operacionais, trouxemos os exemplos das operações de incorporações imobiliárias e das operações de compra de créditos amortizados.

Entretanto, apesar das semelhanças, há alguns pontos de diferença que devem ser considerados, tais quais a existência de contas separadas nas sociedades, deveres regulatórios mais rígidos no caso dos fundos e diferença de capilaridade, que se reflete no potencial de captação de investimentos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO

Ao longo do estudo, tivemos a oportunidade de fazer uma breve apresentação sobre os quatro mercados existentes no sistema financeiro nacional, o mercado de crédito, o mercado monetário, o cambial e o mercado de capitais.

No mercado de capitais, pontuamos o seu reconhecimento como mercado da desintermediação, em que os investidores fazem aportes em veículos de investimento ou em ativos, com assunção da responsabilidade por eventuais prejuízos em busca de maiores retornos que os oferecidos pelos outros mercados.

É neste mercado que identificamos os fundos de investimento, cujas cotas são consideradas pela legislação como valores mobiliários, ao lado das ações, das notas comerciais, dos contratos futuros, opções e derivativos.

Estabelecida a localização dos fundos de investimento no mercado de capitais e o regime jurídico de suas cotas, partimos para a análise do conceito, de suas características básicas, de seu histórico e de sua estrutura.

Neste ponto do estudo, concluímos que os fundos nem sempre foram constituídos como condomínios, mas já tiveram estrutura societária, que posteriormente tornou-se exceção por força de questões tributárias e de limitação de captação.

Sobre a estrutura, tivemos a oportunidade de apresentar, ainda que em linhas gerais, como um fundo é constituído, quais as características de suas cotas, a forma de emissão, de distribuição de resultados, qual o papel da assembleia geral de cotistas como órgão deliberativo máximo e quais as funções dos principais prestadores de serviços.

Apresentados esses aspectos, conseguimos sintetizar o funcionamento dos fundos com explicação de como são constituídos, como é feita a captação de recursos de investidores, e de como é feita a gerência do dinheiro dentro da estrutura constituída. Em linhas gerais, identificamos que os fundos de investimento, assim como definido pelos estudiosos mencionados ao longo do estudo, são veículos de investimento que, por meio da emissão de cotas, capta recursos de investidores para o exercício de atividade organizada com perspectivas de geração de lucros e de distribuição.

Estabelecida esta definição, partimos para a análise dos condomínios, em que conseguimos expor algumas de suas características básicas para efeitos de análise da perspectiva do enquadramento dos fundos de investimento.

Neste ponto do estudo, concluímos que apesar de os institutos possuírem algumas características semelhantes, dentre as quais a existência de pluralidade subjetiva sobre um único bem, a ausência de personalidade jurídica e a falta de caracterização societária pelo Código Civil, existem diferenças estruturais e dinâmicas que os distancia do enquadramento recentemente imposto na legislação, sendo exemplo clássico o impedimento de exercício de direitos reais pelos cotistas de fundo sobre imóvel em que detenha participação indireta por meio do instituto.

Em relação às sociedades, identificamos o enquadramento do instituto ao conceito de sociedade trazido pelo Código Civil, considerando que os fundos de investimento envolvem contribuição com bens por parte dos investidores, o exercício de atividade econômica e a partilha de resultados.

Feito o enquadramento, passamos a analisar as características das sociedades, a fim de estabelecer com qual tipo societário os fundos mais se aproximam. Nesta oportunidade, identificamos que os fundos de investimento se aproximam das sociedades classificadas como empresárias, não personificadas, de capital (regra) e de responsabilidade limitada ou ilimitada, a depender do que vem estabelecido no regulamento.

Como os fundos não possuem personalidade jurídica e os únicos tipos societários que não possuem essa característica são as sociedades em comum e as sociedades em conta de participação, passamos a fazer a análise sobre o enquadramento dos fundos a esses tipos societários.

Em relação às sociedades em comum, entendemos que os fundos de investimento, por serem regulamentados exhaustivamente pela Comissão de Valores Mobiliários, que impõe uma série de deveres de informação, baseado no princípio de *full and fair disclosure*, estão distantes de uma situação de irregularidade ou de mera existência fática, o que nos levou a descartar o enquadramento neste tipo.

Em relação às sociedades em conta de participação, foi possível identificar alguns pontos de semelhança. A esse respeito, identificamos que os fundos se assemelham ao sócio ostensivo e os cotistas aos sócios participantes, que apenas investem o dinheiro com a finalidade de obter rendimento com as atividades do sócio

ostensivo. Entretanto, apesar das semelhanças, há alguns pontos de diferença que devem ser considerados, tais quais a existência de contas separadas nas sociedades, deveres regulatórios mais rígidos no caso dos fundos e diferença de capilaridade, que se reflete no potencial de captação de investimentos.

Diante destas considerações, é possível concluir que os fundos de investimento, apesar de alguns pontos de semelhança, não se enquadram em nenhuma das teorias apresentadas, pois se considerarmos que a finalidade de se enquadrar um instituto dentro de um regime jurídico está relacionada com o interesse em se delimitar quais regras serão aplicáveis ao instituto, no caso dos fundos de investimento, não seria possível aplicar nem as regras das sociedades nem as regras dos condomínios.

Tentar enquadrar os fundos de investimento dentro de qualquer dos institutos, em verdade, se assemelha ao brinquedo lúdico de encaixe de peças em que se forçava a entrada de um quadrado dentro da fôrma de esfera ou de triângulo. Com o enquadramento dos fundos no instituto dos condomínios, sem a aplicação de suas regras, o legislador apenas aparou as arestas do quadrado para encaixá-lo na fôrma de esfera.

De qualquer forma, apesar da falta de enquadramento, entendemos que a forma condominial, mesmo que sem considerar a aplicação de todo o instituto dos condomínios, vem sendo regulamentada com eficiência pela Comissão de Valores Mobiliários, que tem o poder para refletir com celeridade as alterações do mercado em suas resoluções normativas, o que dificilmente aconteceria se os fundos de investimento fossem regulados por lei.

Por esse motivo, a conclusão é a de que o atual regime jurídico está baseado meramente em um critério de conveniência, já que o instituto historicamente funcionou bem à luz da vertente condominial, apesar de, em sua essência, possuir uma natureza jurídica própria.

BIBLIOGRAFIA

ABRÃO, Nelson. **Direito Bancário**. São Paulo: Editora Saraiva, 2019.

ADAMEK, Marcelo Vieira von.; FRANÇA, Erasmo Valadão A e N. **Vinculação da Sociedade: Notas Críticas ao art. 1.015 do Código Civil**. In Revista do Advogado, v. 96, p. 65-73, 2008, São Paulo.

AFONSO, José Roberto; KÖLER, Marcos Antônio; e FREITAS Springer de. **Evolução e Determinantes do Spread Bancário no Brasil**. Centro de Estudos da Consultoria do Senado Federal: Brasília, 2019.

ALONSO, Félix Ruiz. **Os Fundos de Investimento. Condomínios Mobiliários**. Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo.

ANBIMA. **Consolidado das Regras e Procedimentos do Código ART**. Disponível em:

https://www.anbima.com.br/data/files/1B/74/4F/9E/DCB84810EA926748882BA2A8/Codigo%20de%20ART_03.01.22.pdf. Acesso em: 31 ago. 2023.

ASHTON, Peter Walter. **Companhias de Investimentos**. Edições Financeiras, Ed. 1ª: Rio de Janeiro, 1963.

BORGES, Florinda Figueiredo. **Os Fundos de Investimento: Reflexões Sobre sua Natureza Jurídica**. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). **Direito societário contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Audiência Pública SDM 80/20**. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em: 31 ago. 2023.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

COMPARATO, Fábio Konder. **Aspectos Jurídicos da Macroempresa**. São Paulo, 1970.

CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão; PIMENTA, Vinícius Rodrigues. Fundos de Investimento. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando. SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.); Freitas, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de (org.). **Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais – Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. Rio de Janeiro: Renovar, 2019.

FILHO, Oscar Barreto. **Regime Jurídico das Sociedades de Investimento**. São Paulo: Ed. Max Limonad, 1956.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. Conflito de Interesses Apurado pela Própria Assembleia de Quotistas. Quórum Qualificado para Destituição de Administrador de Fundo**. Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa. São Paulo: Malheiros Editores, 2009.

FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo, Quartier Latin, 2005.

GOMES, Orlando. **Direitos Reais**. 21ª edição. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2012. p. 226.

GONZALEZ, Gustavo Machado. **Full and Fair Disclosure no Direito Aplicado: a Simetria Perseguida e as Assimetrias Toleradas**. In: André Grünspun Pitta; Guilherme Setoguti j. Pereira. (Org.). **Direito Empresarial Aplicado**. 1 Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, v. 1.

GUEDES, Vinícius Mancini. **Sociedade e Comunhão – Os Fundos de Investimento**. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin.

LANDER, Jacques. **Une Formule Moderne de Placement des Capitaux. Les Investment Trusts**. Paris: Recueil Sirey, 1929.

LOPES, Miguel Maria de Serpa. **Tratado dos Registros Públicos: em Comentário ao Decreto 4.857, de 9 de Novembro de 1939, com as Alterações Introduzidas pelo Decreto 5.318, de 29 de Novembro de 1940 e Legislação Posterior em Conexão com o Direito Privado Brasileiro**. 6. ed. rev. e atual. Brasília: Brasília Jurídica, 1997.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no Mercado de Capitais**. Ed. Dialética. 1988. Disponível em: [https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3173761/mod_resource/content/1/QUIROGA %20-%20Merc%20Fin%20x%20Merc%20de%20Capitais.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3173761/mod_resource/content/1/QUIROGA%20-%20Merc%20Fin%20x%20Merc%20de%20Capitais.pdf). Acesso em: 31 ago. 2023.

NETO, Alexandre A. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Grupo GEN, 2021.

PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

PEREIRA, Caio Mário da S. **Instituições de Direito Civil: Direitos Reais**. v. IV. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2022.

PRESENTE, Ronaldo. **Mercados Financeiros**. Disponível em: <https://educapes.capes.gov.br/bitstream/capes/553591/2/eBook%20FCCC48-Mercados%20Financeiros.pdf>. Acesso em: 31 ago. 2023.

RIBEIRO, Leonardo Fernandes da Matta. **A Natureza Condominial do Fundo de Investimento em Participações – FIP e a Possibilidade de Extinção do**

Condomínio por Exercício do Direito Potestativo do Cotista. Rio de Janeiro: tese de mestrado publicada pela FGV.

ROUWENHORST, K. Geert. **The Origins of Mutual Funds.** 2004. Yale ICF Working Paper No. 04- 48. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=636146>. Acesso em: 31 ago. 2023.

TARTUCE, Flávio. Direito Civil: **Direito das Coisas.** v.4. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2023.

VENOSA, Sílvio de S. **Direito Civil: Direitos Reais.** v.4. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2023.

WALD, Arnoldo. **Da Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário.** *In:* Revista Forense, n. 3009. Rio de Janeiro: Forense.