

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
(PUC-SP)

EDUARDO CHEREZ PAVIA

**FUNDOS DE INVESTIMENTO: ESTRUTURA JURÍDICA E
AGENTES DE MERCADO COMO PROTEÇÃO DO
INVESTIMENTO PRIVADO**

MESTRADO EM DIREITO

São Paulo
2014

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
(PUC-SP)

EDUARDO CHEREZ PAVIA

**FUNDOS DE INVESTIMENTO: ESTRUTURA JURÍDICA E
AGENTES DE MERCADO COMO PROTEÇÃO DO
INVESTIMENTO PRIVADO**

Dissertação apresentada à Banca
Examinadora da Pontifícia Universidade
Católica de São Paulo, como exigência para
a obtenção do título de Mestre em Direito
Comercial, sob a orientação do Professor
Doutor Ivo Waisberg.

São Paulo
2014

Banca Examinadora

Aos meus pais, GINETTE e CLEMENTE.

AGRADECIMENTOS

À Vânia Wongtschowski Kleiman e Alexandre Zanotta, pela inspiração.

Pelo apoio, paciência e influência, à minha família, à equipe da Credit Suisse Hedging-Griffo, Pedro Zanotta, Ione Altas, ao Oliver e a meus amigos.

Ao Prof. Ivo Waisberg, pela inspiração, pelo apoio, pela paciência, influência e energia dispendidos na orientação deste trabalho.

RESUMO

Trata-se de dissertação de mestrado que tem como objetivo trazer uma contribuição para a análise, sob o aspecto jurídico, do funcionamento da indústria de fundos de investimento no Brasil e dos agentes que dela participam. Nesse sentido, serão analisados os precedentes históricos remotos e o desenvolvimento de estruturas de investimento coletivo no mundo, o histórico dos fundos de investimento no Brasil, bem como a regulação dos mercados financeiro e de capitais atualmente vigentes, os órgãos reguladores e a natureza jurídica dos fundos de investimento. Serão descritos, ainda, os papéis de cada agente participante da indústria e as normas a que se submetem. Finalmente, será delineado o fundamento da responsabilidade civil do administrador e do gestor, agentes essenciais no fundo de investimento.

A finalidade será tentar concluir que o arcabouço jurídico existente, legal e regulatório, bem como a autorregulação e as decisões judiciais, funcionam como uma rede de proteção do investidor e da poupança privada.

Palavras-chave: (i) fundos de investimento; (ii) veículos de investimento coletivo; (iii) mercado de capitais; (iv) regulação financeira; (v) responsabilidade do administrador; (vi) responsabilidade do gestor.

ABSTRACT

This is a master's dissertation which aims to make a contribution to the analysis under the legal aspect of the operation of the investment fund industry in Brazil and the agents who participate in it. Accordingly, we shall analyze the historical remote precedents and the development of the structures of collective investment schemes in the world, the history of investment funds in Brazil, as well as the financial and capital markets' regulation nowadays, the regulators and the legal nature of investment funds. Also, we shall describe the roles of each participant agent of the industry and the rules and regulation which they are submitted to. Finally, the liability of the administrator and the investment manager, essential players of investment funds, will be outlined.

The purpose will be to try to conclude that the existing legal and regulatory framework, as well as self-regulation and court decisions, work as a network for investor protection and private investments.

Keywords: (i) investment funds; (ii) collective investment schemes; (iii) capital markets; (iv) financial regulation; (v) administrator;s liability; (iv) investment manager liability.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
1. FUNDOS DE INVESTIMENTO E VEÍCULOS DE INVESTIMENTO COLETIVO.....	15
1.1 Histórico	15
1.1.1 Precedentes históricos e influências remotas	15
1.1.2 As primeiras sociedades de investimento	20
1.1.3 Desenvolvimento	21
1.1.3.1 Inglaterra	21
1.1.3.2 Estados Unidos	24
1.1.3.3 União Europeia e alguns países-membros	27
1.2 Histórico dos Fundos de Investimento no Brasil.....	30
1.3 Natureza jurídica dos fundos de investimento no Brasil	38
1.3.1 A evolução da discussão doutrinária.....	38
1.3.2 A importância da definição da natureza jurídica dos fundos de investimento	48
1.3.3 Conclusão sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento	49
2. Regulação e autorregulação	60
2.1 Mercados financeiro e de capitais	60
2.2 Valores mobiliários	63
2.3 Regulação	67
2.4 Autorregulação	88
2.5 A CVM	92

2.6 O fundo de investimento.....	94
2.7 O Código de Fundos da Anbima	107
3. Os agentes participantes da indústria de fundos de investimento.....	113
3.1 O Administrador	113
3.2 O gestor.....	121
3.3 O custodiante	134
3.4 O distribuidor	137
3.5 O consultor	142
3.6 O controlador de ativo e de passivo e tesouraria	145
3.7 O escriturador.....	147
3.8 O auditor.....	148
3.9 A agência de classificação de risco.....	149
3.10 Remuneração dos agentes.....	151
3.11 Perspectivas trazidas pelas possíveis alterações das regras: os Editais de Audiência Pública CVM 14/2011, 03/2014, 04/2014 e 10/2014.....	152
4. Responsabilidade civil do administrador e do gestor de fundos de investimento.....	156
3.1 Noções sobre responsabilidade civil	156
4.2 Teorias da responsabilidade civil	158
4.2.1 Responsabilidade subjetiva: culpa	158
4.2.2 Responsabilidade objetiva: risco	160
4.2.3 Responsabilidade civil no Brasil	163
4.2.4 Responsabilidade civil do administrador e do gestor de fundos de investimento	164

5. CONCLUSÃO.....	173
REFERÊNCIAS.....	177

INTRODUÇÃO

A indústria de fundos de investimento no Brasil reunia, em outubro de 2014, 14.364 fundos, incluindo os fundos de cotas (FICs) e os fundos estruturados (FIDCs e FIPs), e somava um patrimônio de pouco mais de R\$ 2,6 trilhões (dois trilhões e seiscientos bilhões de reais).¹

As cifras acima demonstram a importância desse ramo do mercado financeiro (em sentido amplo) e, especificamente, do mercado de capitais.

Além de atingir um número relevante de investidores, a indústria de fundos é um importante agente financiador, não apenas da dívida pública, como também de atividades privadas, seja por meio de fundos de investimento em participação, em infraestrutura e por meio de securitização de recebíveis (no caso dos FIDCs).

Não obstante a sucinta base legal dos fundos de investimento atualmente em vigor, constante de apenas dois artigos genéricos da Lei 4.728/1965, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), responsável pela regulação dos fundos de investimento desde 2001, quando cotas de fundos foram incluídas no rol de valores mobiliários da Lei 6.385/1976, tem dedicado especial atenção ao tema.

A principal norma que trata dos fundos de investimento emanada da CVM é a Instrução CVM 409/2004, que completa, em 2014, 10 anos de vigência.

O presente trabalho buscará descrever como está estruturado o arcabouço jurídico no qual essa importante indústria se desenvolveu, detalhando aspectos históricos, natureza jurídica, os agentes participantes

¹ Dados dos relatórios divulgados pela Anbima.

desse mercado e os fundamentos da responsabilidade civil de dois daqueles que têm papel fundamental: o administrador e o gestor.

Com base nesses aspectos, buscaremos concluir se um dos pilares e objetivos da regulação, qual seja, a proteção do investidor e do investimento privado, está ou não sendo atingido.

Para delinear melhor o escopo do presente trabalho, serão analisados somente os fundos de investimento regulados pela mencionada Instrução CVM 409/2004. Portanto, não serão objeto do presente estudo, por exemplo, os fundos de investimento regulados por normas específicas, como os fundos de investimento imobiliário, objeto da Instrução CVM 472/2008, os fundos de investimento em participação, regidos pela Instrução CVM 391/2003, e os fundos de investimento em direitos creditórios, tratados pela Instrução CVM 356/2003, somente para citar alguns. Não obstante, em algumas passagens, serão mencionados os referidos veículos como forma de comparação com a sistemática adotada pela Instrução 409/2004.

Estabelecido o campo de estudo, no primeiro capítulo serão descritas as origens remotas dos veículos de investimento coletivo, estruturas nas quais os fundos de investimento se enquadram, sendo dada especial atenção aos *investment trusts* do direito anglo-saxão.

Em seguida, analisaremos o desenvolvimento das estruturas de investimento nos países que mais influenciaram e influenciam a indústria de fundos de investimento no Brasil: Inglaterra, Estados Unidos da América e Europa.

No capítulo seguinte, descreveremos a evolução dos fundos de investimento no Brasil e do arcabouço legal e regulatório, com a criação das primeiras sociedades de investimento, a partir dos anos 1940.

Após a descrição histórica, trataremos das discussões doutrinárias atuais a respeito da natureza jurídica dos fundos de investimento, descrevendo as correntes que tratam do assunto, as influências estrangeiras, especialmente da Europa continental, e apresentaremos a conclusão sobre o tema.

Uma vez definida a real natureza dos fundos e as inconsistências das normas legais e regulamentares sobre o assunto, conceituaremos mercado financeiro, mercado de capitais, valores mobiliários, regulação e autorregulação, descrevendo as normas que vigoram atualmente e a competência dos órgãos reguladores, especialmente da CVM, responsável pela regulação do mercado de capitais, no qual se insere a indústria de fundos, e da Anbima, entidade autorreguladora.

A partir daí, passaremos a detalhar especificamente a regulação dos fundos de investimento, descrevendo e analisando os dispositivos contidos nas normas emanadas da CVM, tanto sobre os fundos quanto sobre os participantes da indústria. Em seguida, trataremos das normas de autorregulação, especialmente o Código de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento da Anbima.

Descritas as normas reguladoras e autorreguladoras, abordaremos o papel de cada um dos agentes da indústria de fundos de investimento e sua respectiva remuneração: administrador, gestor, consultor, distribuidor, auditor, prestador de serviços de tesouraria, de controle, do processamento dos ativos, de escrituração da emissão e resgate das cotas, de custódia e de classificação de risco (agências de *rating*).

Ainda no tocante às normas de fundos e dos agentes, faremos uma breve descrição das mudanças propostas pela CVM por meio de editais de audiência pública que terão, quando efetivamente convertidos em normas, influência relevante nas atividades dos fundos e dos agentes desse mercado.

Trataremos, por fim, da responsabilidade civil como mais um elemento da rede de proteção do investimento, uma vez que constitui importante mecanismo de educação e disciplina do mercado, estimulando a prática zelosa e evitando problemas. Tendo em vista a importância de seus papéis, serão analisados os fundamentos da responsabilidade civil dos administradores e gestores dos fundos, passando pela noção de responsabilidade civil, as teorias a respeito e o sistema vigente no Brasil, trazendo, inclusive, alguns julgados que demonstrem a tendência dos nossos tribunais superiores, em especial o STJ.

Finalmente, concluiremos o presente estudo de forma a demonstrar que todo o arcabouço, tanto sobre as estruturas dos fundos como sobre os agentes do mercado, por meio da regulação e da autorregulação, forma uma rede de proteção para o investidor e o investimento privado. E faremos uma crítica do que ainda precisa ser implementado para que a indústria de fundos continue a se desenvolver.

1

FUNDOS DE INVESTIMENTO E VEÍCULOS DE INVESTIMENTO COLETIVO

Os fundos de investimento são veículos de investimento coletivo. Nos termos definidos pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima), veículos de investimento são

instituições, dotadas ou não de personalidade jurídica, que têm como fim o investimento coletivo de capitais obtidos junto dos investidores, cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de repartição de riscos e à persecução do exclusivo interesse dos participantes.²

1.1 Histórico

1.1.1 Precedentes históricos e influências remotas

A ideia de unir recursos e destiná-los a um investimento tem sua origem em tempos remotos. Não obstante a importância da referência histórica, autores apontam que a inspiração das estruturas complexas que atualmente denominamos “fundos de investimento” tem sua origem nos *investment trusts*.^{3,4}

Assim confirma Waldemar Ferreira, ao afirmar que a operação na qual se reúnem

² Definição constante do Ofício OF. DIR – 022/2014, encaminhado pela Diretoria da Anbima à CVM, datado de 10 de julho de 2014, em resposta à Audiência Pública CVM 4/2014, p. 23.

³ ROCHA, Tatiana Nogueira da. *Fundos de investimento e o papel do administrador: a indústria de fundos no mercado brasileiro e a liberdade para agir, os poderes e obrigações dos seus administradores*. São Paulo: Textonovo, 2003. p. 23.

⁴ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 63.

capitais ou meios financeiros de diversas pessoas em unidade econômica, superintendida e gerida por empresa que se proponha a aplicá-los no manejo de títulos e papéis-valores, a fim de lhes ministrar rendimento auspicioso, com a diminuição de riscos, mercê de organização racional de exploração ganhou, nos países de fala inglesa, o nome de Investment Trusts.⁵

Oscar Barreto Filho nos ensina que os *investment trusts* encontraram, na Inglaterra e nos Estados Unidos, suas terras de eleição, em virtude de particularidades psicológicas, políticas e morais dos anglo-americanos, mas também da existência do instituto do *trust*.⁶

Os *trusts* têm sua origem histórica na Inglaterra, na época da conquista normanda. As terras da nobreza anglo-saxônica foram tomadas pelo invasor, e sua titularidade foi atribuída, então, ao rei. As terras foram posteriormente redistribuídas em caráter precário aos possuidores. A característica jurídica, portanto, da Idade Média e do sistema feudal na Inglaterra, era a coexistência de mais de um direito real sobre um mesmo bem.⁷

Desde sua constituição histórica até os dias atuais, o *trust* evoluiu, sendo caracterizado pela titularidade nominal de patrimônio por pessoa obrigada a administrá-la em benefício de terceiro.⁸ Em outras palavras, não obstante a discussão doutrinária acerca da natureza jurídica do *trust*,⁹ podemos definir o instituto como um desdobramento do direito de propriedade entre o *trustee* e o beneficiário (*cestui que trust*).

⁵ FERREIRA, Waldemar. Palavras iniciais. In: WALSH, Peter Ashton. *Companhias de investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1963. p. 9.

⁶ BARRETO FILHO, Oscar. *Regime jurídico das sociedades de investimento*. São Paulo: Max Limonad, 1956. p. 63.

⁷ SALOMÃO NETO, Eduardo. *O trust e o direito brasileiro*. São Paulo: LTr, 1996. p. 11.

⁸ Idem, p. 19.

⁹ O *trust* pode ser entendido como direito obrigacional, patrimônio autônomo ou desdobramento da propriedade, conforme BARRETO FILHO, p. 70 e SALOMÃO NETO, p. 58.

Segundo Eduardo Salomão Neto, os motivos pelos quais os *trusts* influenciaram o direito societário e de mercado de capitais modernos nos países da *common law* podem ser atribuídos a circunstâncias fortuitas. Em virtude das especulações e dos abusos verificados no início do século XVIII, em 1720 foi editado na Inglaterra o *Bubble Act*, o qual restringiu a concessão de personalidade jurídica a associações reconhecidas por carta real ou ato do Parlamento (*Charter*), sendo nulos quaisquer mecanismos que visassem burlar as regras. Como é possível de se imaginar, as cartas reais ou do Parlamento eram extremamente difíceis de serem obtidas. Para contornar a dificuldade do reconhecimento da personalidade jurídica e atender às necessidades de junção de capitais e condução de atividades em nome e proveito de entidade autônoma, passou-se a utilizar o instituto do *trust*:

Várias pessoas físicas interessadas em se associar comercialmente transferiam os bens que afetariam a atividade comercial a um *trustee*. O *trustee*, nos termos do documento instituidor do *trust*, ficava obrigado a gerir os bens com vistas ao desempenho da atividade almejada, para o que contava com ajuda de administradores do empreendimento, e a distribuir os seus frutos aos sócios.¹⁰

Ao longo do tempo, os *trusts* foram utilizados, nos países da *common law*, para diversos fins. Oscar Barreto Filho cita, inclusive, uma série de hipóteses de utilização dos *trusts* cujos fins encontram institutos com correspondência no direito romano, dentre os quais podemos mencionar a fundação, a administração da doação com encargos, a administração da massa falida, a constituição de direitos reais de garantia e a constituição de usufruto. E conclui que os exemplos podem variar ao infinito, dada a flexibilidade da utilização do *trust*.¹¹

Não obstante tamanha possibilidade de utilização, apenas uma modalidade de *trust* nos interessa para o fim de traçar um panorama

¹⁰ SALOMÃO NETO, Eduardo. Op. cit., p. 99.

¹¹ BARRETO FILHO, Oscar. Op. cit., p. 81.

histórico dos fundos de investimento: os *trusts* expressos, nos quais o *trustee* assume um papel ativo de gestão, os quais tomaram a forma de *business trust* ou *investment trust*, conforme se descreverá a seguir.

Vale ressaltar que a denominação *investment trust* se refere a veículos de investimento coletivo, podendo assumir tanto a estrutura de *trust* propriamente dito,¹² de caráter contratual, como a de companhias de investimento, que utilizam a forma societária. Ricardo Freitas chega a afirmar que “o uso dúbio da expressão *investment trusts* decorre da utilização do *trust* clássico por mais de um século para fins de investimento como forma alternativa à utilização da companhia por força do *Bubble Act*”.¹³

Pontes de Miranda, por sua vez, afirma que “na Grã-Bretanha e nos Estados Unidos, o nome *Investment Trust* presta-se a confusões”, porque muitas vezes não diferencia a empresa que tem natureza fiduciária (*trust*) da empresa que tem natureza societária.¹⁴

Além disso, os *investment trust* podem também se referir a sociedades de financiamento, como ensina Oscar Barreto Filho:

Cumpre, aliás, observar que na América do Norte, a expressão *investment trust* ou *investment company* tem um sentido mais amplo, compreendendo não só as sociedades exclusivamente dedicadas à colocação de capitais e valores mobiliários e sua gestão, do tipo clássico inglês, como as que se consagram a operações de financiamento. Explica-se, deste modo, pela influência norte-americana, a ambiguidade de que se reveste, no Brasil, a expressão sociedade de

¹² Eduardo Salomão define o *trust* por seu caráter tipológico: transferência de bens ou direitos a um terceiro (*trustee*) a quem incumbe exercer os direitos adquiridos em benefícios de pessoas designadas expressamente no documento criador do *trust*, ou indicada pela lei ou jurisprudência (beneficiários); podem também ser constituídos *trusts* com vistas à perseguição de determinados objetivos (SALOMÃO NETO, Eduardo. Op. cit., p. 20).

¹³ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 66.

¹⁴ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*. 3. ed. São Paulo: Ed. RT, 1984. t. LI, p. 297.

investimentos, utilizada muitas vezes para designar típicas sociedades de financiamento.¹⁵

Importante notar a referida influência do *trust* nos direitos societário e de mercado de capitais no Brasil: muitos dos deveres e responsabilidades dos administradores de carteira, sejam administradores ou gestores de fundos de investimento, decorrem dos deveres fiduciários dos *trustees*, como o dever de agir com diligência, competência e lealdade, a ser melhor explicado no capítulo dedicado aos prestadores de serviços dos fundos.

Em virtude do desenvolvimento peculiar em cada jurisdição, trataremos da evolução histórica dos veículos de investimento coletivo nos tópicos a seguir. A seleção dos países se deu em virtude de sua importância para a indústria de fundos.

Primeiramente, trataremos do desenvolvimento dos veículos de investimento coletivo nos Países Baixos, dado que vários autores apontam a Bélgica como o local de nascimento do primeiro *investment trust*.

Passaremos a abordar, então, o desenvolvimento do instituto na Inglaterra, país onde mais provavelmente nasceu o *investment trust*, e nos Estados Unidos, onde este mais se desenvolveu.

Já a evolução da estrutura dos veículos de investimento coletivo como comunhão de recursos (copropriedade ou condomínio) se deu na França, na Holanda e na Bélgica.¹⁶

Finalmente, cabe traçar um breve histórico do panorama normativo emitido pela União Europeia e atualmente em vigor.

¹⁵ BARRETO FILHO, Oscar. Op. cit., p. 91.

¹⁶ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 75 e 230.

1.1.2 As primeiras sociedades de investimento

Segundo Pajiste, a primeira companhia conhecida com o objetivo de investimento foi a Companhia Geral da Holanda,¹⁷ criada em 1822 e transformada na Sociedade Geral da Bélgica após a separação entre a Bélgica e os Países Baixos.¹⁸

Referida companhia possuía, segundo Pajiste, uma carteira diversificada de investimentos, motivo pelo qual afirma que a sociedade aplicou, desde o início, o princípio da diversificação dos riscos.

No entanto, dado que referida companhia não foi mantida exclusivamente no domínio da aplicação, o próprio Pajiste afirma que certos autores consideram que a primeira companhia de investimentos foi uma sociedade suíça, fundada por banqueiros genebrinos em 1849, e denominada *Omnium*.¹⁹

Ricardo Freitas concorda que a Companhia Geral da Holanda não foi a primeira companhia de investimento. Segundo o autor, ao contrário do que afirma Pajiste, referida estrutura não reconhecia o princípio da divisão dos riscos, propondo-se apenas a facilitar o ingresso dos títulos estrangeiros no mercado nacional, sendo que as primeiras estruturas provavelmente surgiram na Escócia.²⁰

E conclui referido autor, no entanto, que, não obstante a importância atual dos fundos de investimento na economia mundial, ainda

¹⁷ A companhia era denominada *Algemeene Nederlandsche Maatschappij ter Begunstiging van Volkslijt* – Sociedade Geral dos Países Baixos para Favorecer a Indústria Nacional.

¹⁸ PAJISTE, Bernard. *Investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1958. p. 169.

¹⁹ Idem, p. 170.

²⁰ Peter Walter Ashton afirma que, apesar de algumas predecessoras nos Países Baixos e na França, as companhias de investimento certamente tiveram seus primeiros desenvolvimentos importantes na Grã-Bretanha, i.e., na Escócia, pelo início da sétima década do século XIX (ASHTON, Peter Walter. *Companhias de investimento*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1963. p. 152).

não se evoluiu no tocante à pesquisa histórica da identificação precisa da origem dos *investment trusts*.²¹

1.1.3 Desenvolvimento

1.1.3.1 Inglaterra

Uma das razões que determinam a criação de sociedades de aplicação é a formação e a cristalização de riqueza, com o consequente acúmulo de capitais em busca de aplicação.²² Esta nos parece ser exatamente a condição encontrada na Inglaterra desde a época da expansão marítima do Império Britânico, no século XVI.²³

No entanto, decorridos alguns períodos de euforia, crises e alguns marcos regulatórios,²⁴ somente após 1862, com a publicação do *Companies Act*, é que a Inglaterra passou a contar com uma disciplina legal adequada às sociedades anônimas e aos títulos por elas emitidos.

Oscar Barreto Filho, que se refere à lei como uma obra-prima, atribui a criação dos primeiros *investment trusts*, o *London Financial Association* e a *International Financial Society*, em 1863, à simplificação das formalidades e garantias conferidas à aplicação em valores mobiliários.²⁵ Já para Ricardo Freitas, foi o reconhecimento definitivo da responsabilidade limitada da referida lei o que propiciou o surgimento dos referidos primeiros *investment trusts*.²⁶

²¹ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 64.

²² PAJISTE, Bernard. Op. cit., p. 169. A outra condição citada pelo autor é a mentalidade capitalista, para apreciar as grandes vantagens do organismo.

²³ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 65.

²⁴ O *Bubble Act*, já citado e revogado em 1825, é um exemplo. Outros são o *Joint Stock Companies Registration and Regulation Act*, de 1844, e o *Limited Liability Act*, de 1855.

²⁵ BARRETO FILHO, Oscar. Op. cit., p. 88.

²⁶ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 66.

Como em outras épocas, a popularidade de determinadas estruturas foi abalada em virtude de crises. Em 1860, o pânico criado pela falência de uma companhia chamada *Overend Gurney, Ltd.* tornou as empresas de responsabilidade limitada extremamente impopulares.²⁷

Em 1864, foi fundado o *Foreign and Colonial Investment Trust*,²⁸ representando o renascimento do *unit trust*, que a imprensa chegou a chamar de tentativa de se evitar o uso do nome “companhia”, impopular no momento. A crítica também recaía sobre os lucros prometidos, preocupação que se mostrou fundada quando do não pagamento dos lucros pelos *trusts*.²⁹

Dois eventos são apontados por Ricardo Freitas como motivos pelos quais houve forte retração dos *unit trusts*: uma decisão judicial, proferida em 1879, por meio da qual se declarou que o *investment trust* com mais de 20 pessoas e que não fosse registrado nos termos do *Companies Act*, de 1962, era ilegal,³⁰ e a falência do *Baring*, em 1890.^{31,32} Em virtude desses eventos, até 1930 a figura societária prevaleceu sobre a figura do *trust* na Inglaterra, porém a denominação *investment trust* continuou a ser utilizada.

²⁷ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 66.

²⁸ PAJISTE, Bernard. Op. cit., p. 172. Ricardo de Santos Freitas afirma que a fundação dessa entidade se deu em 1868.

²⁹ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 67.

³⁰ Caso *Skyes x Beadon*.

³¹ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 67.

³² Mario Tavernard Martins de Carvalho explica que a crise *Baring* se deu em virtude de especulações com títulos da dívida pública da Argentina, os quais não foram pagos e quase provocaram a falência do Banco *Baring*, um de seus principais credores (CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 41.

Em 1931, foi constituído o *First British Fixed Trust*, que foi um marco jurídico, por ser o primeiro constituído com participação de uma sociedade de investimentos profissional.³³

Não obstante, a crise de 1929 e a Segunda Guerra Mundial (1939-1945) foram momentos de turbulência, inclusive econômica, para o desenvolvimento da indústria de *investment trusts* e a realização de investimentos em geral.

Somente em 1986 foi implementada uma nova regulamentação tratando do investimento individual e coletivo, denominada *Financial Services Act*, a qual privilegiou os *trusts*, uma vez que somente seriam autorizados nos termos daquela lei e denominados veículos de investimento coletivo (nos termos das diretivas da Comunidade Europeia, que serão descritas abaixo), estruturas organizadas na forma de *unit trusts*. A organização, sob a forma societária, deveria seguir o *Companies Act* de 1985, o qual não admitia a forma aberta (*open-ended*).

Finalmente, em 2000, o *Financial Services Act* foi revogado pelo *Financial Services and Markets Act*, segundo o qual a utilização da forma societária como veículo de investimentos poderia se dar por meio de uma *open-ended investment company*,³⁴ desde que previamente autorizada como *Investment Companies with Variable Capital (ICVC)*. Caso não sejam autorizadas, serão consideradas *unregulated companies* e não poderão ser comercializadas no Reino Unido.

Vale mencionar, apenas a título de panorama da regulação inglesa, que, em 2013, entrou em vigor o *Banking Reform Act*, que alterou o *Financial Services and Markets Act* em reação à crise bancária ocorrida em 2008, alterando significativamente a estrutura de supervisão e controle

³³ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 68.

³⁴ Ricardo de Santos Freitas alerta que, desde 1986, com a publicação do *Open-Ended Investment Companies Regulations*, revogado pela lei de 2000, era possível a constituição de companhias com capital variável.

das instituições financeiras ao criar duas autoridades reguladoras: a *Financial Conduct Authority (FCA)* e a *Prudential Regulatory Authority (PRA)*.

1.1.3.2 Estados Unidos

Nos Estados Unidos, o *trust* também foi utilizado para conjugação de patrimônios com fins de desenvolvimento de atividade empresarial e de investimentos.

Ricardo Freitas, com base na doutrina americana, afirma que a primeira sociedade americana de investimentos teria sido o *Massachussets Hospital Life Insurance Company*, que, em 1823, possuía acordo com clientes estabelecendo relações que se assemelhavam a um *common trust fund*.³⁵

A utilização da estrutura denominada *business* ou *Massachussets trust* se deu, como ensina Eduardo Salomão Neto, para propiciar a responsabilidade limitada e contornar restrições então existentes com relação à possibilidade de uma sociedade participar de transações imobiliárias.³⁶

Já Oscar Barreto Filho aponta a *New York Stock Trust*, de 1889, como o primeiro organismo americano que se pode chamar de *investment trust*. No entanto, somente em 1921, com a *International Securities Trust of America*, é que teria surgido o verdadeiro *trust*, com o objetivo exclusivo de gerir uma carteira de valores mobiliários.³⁷

De fato, somente na década de 1920 é que os *investment trusts* efetivamente se desenvolveram, especialmente em virtude do aumento da

³⁵ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 70.

³⁶ SALOMÃO NETO, Eduardo. Op. cit., p. 102.

³⁷ BARRETO FILHO, Oscar. Op. cit., p. 91.

renda nacional, capacidade de poupança e papel americano mais ativo no cenário internacional.³⁸ Ricardo Freitas aponta o ano de 1924 como emblemático, uma vez que foi lançado o *United States & Foreign Securities Corporation*, primeiro *investment trust* tendo como administrador um banqueiro privado, o banco de investimentos *Dillon, Read & Co.*³⁹

Ocorre que o *crash* da Bolsa em, 1929, fez com que o mercado novamente se retraísse, especialmente em virtude da composição alavancada das carteiras dos *investment trusts*⁴⁰ ou incompetência dos gestores.⁴¹

Como reação à crise e buscando reestabelecer a confiança dos mercados, foram editadas quatro peças legislativas de grande importância: o *Securities Act*, de 1933, o *Securities and Exchange Act*, de 1934, o *Utility Public Holding Company Act*, de 1936, e, em 1940, o *Investment Company Act*.

O *Investment Company Act*, talvez o mais importante dos diplomas para os fins do presente capítulo, tem como objetivo principal proteger o pequeno investidor, quase sempre de pouca experiência, além de assegurar um melhor funcionamento das companhias de investimento.⁴²

Para Oscar Barreto Filho, a lei de 1940 representou um verdadeiro marco nas sociedades de investimento, tendo infundido maior confiança ao público nessa modalidade de aplicação de capitais.⁴³

Basicamente, a lei determinou o registro das companhias de investimento, ressalvadas algumas exceções, regulou a divulgação de

³⁸ PAJISTE, Bernard. Op. cit., p. 179.

³⁹ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 72.

⁴⁰ Idem, *ibidem*.

⁴¹ ASHTON, Peter Walter. Op. cit., p. 153.

⁴² Idem, *ibidem*, p. 155.

⁴³ BARRETO FILHO, Oscar. Op. cit., p. 99.

informações (*disclosure*) e as pessoas envolvidas na atividade, objetivando:

- (i) administração honesta, independente e imparcial;
- (ii) participação mais ativa da administração da companhia de investimento pelos acionistas (participantes);
- (iii) estruturas de capital exequíveis e adequadas;
- (iv) *disclosure* e publicidade dos relatórios financeiros e contábeis adequados; e
- (v) regulação da oferta das ações das companhias.⁴⁴

As companhias de investimento, nos termos da referida lei, podem ser classificadas como: (i) emissoras de certificados de valor fixo (*face amount certificate companies*); (ii) *trust* (*unit investment trusts*), que são os *trusts* clássicos referidos no início do presente capítulo (*common law trust*), com natureza contratual e sem direito de voto; e (iii) *management companies*, que constituem a categoria residual, que não pode ser definida como *face amount certificate companies* nem *unit trust*.⁴⁵

As *management companies*, mais relevantes para o presente estudo, podem, ainda, ser constituídas como abertas (*open-end*), quando oferecem ações de sua emissão que podem ser resgatáveis, ou fechadas (*closed-end*). Além disso, podem ser classificadas, conforme as características de sua carteira, em diversificadas ou não diversificadas.⁴⁶

⁴⁴ ASHTON, Peter Walter. Op. cit., p. 160.

⁴⁵ Seção 4 do *Investment Company Act*.

⁴⁶ *Investment Company Act*, Seção 5. As *management companies* diversificadas são aquelas em que pelo menos 75% de sua carteira são representados por ativos financeiros e recursos, inclusive recebíveis, de emissão pública ou privada, sendo que nenhum emissor pode representar mais do que 5% do valor do patrimônio da *management company* ou

Os denominados *mutual funds* são companhias de investimento reguladas pelo *Investment Company Act* de 1940, normalmente constituídas sob a forma aberta, com o objetivo de investir em títulos e valores mobiliários.

O *Investment Company Act* continua em vigor, tendo sofrido algumas alterações, dentre as quais aquelas introduzidas pela reforma do sistema bancário norte-americano promovida em 2010, denominada *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*.

1.1.3.3 União Europeia e alguns países-membros

A diferença na concepção de propriedade entre os países de direito anglo-saxão (*common law*) e os países cujo direito é baseado no direito romano, nos quais a propriedade é indivisível,⁴⁷ leva à conclusão lógica de que os *investment trusts* não se desenvolveram nesses países da mesma forma como se desenvolveram naqueles.

Na França, Holanda e Bélgica, adotava-se a forma de sociedade anônima para estruturar a captação de poupança para investimentos, observando que as regras atinentes às sociedades não eram adequadas, especialmente em virtude da exigência de subscrição integral do capital ou invariabilidade do capital social.⁴⁸ Além disso, o arcabouço fiscal não beneficiava nem neutralizava os efeitos tributários dos investimentos realizados pelas empresas em títulos e valores mobiliários, gerando dupla tributação.

10% dos ativos com direito de voto da sociedade emissora. As não diversificadas são aquelas que não se enquadram nessa categoria, cf. da Sec. 5(b).

⁴⁷ Observadas algumas exceções, como na enfiteuse.

⁴⁸ A sociedade de investimento de capital variável foi autorizada na França somente em 1957, por meio do Decreto 57-1341.

Para tentar contornar os referidos problemas, e buscando-se atingir o espírito dos *trusts*, criou-se uma nova estrutura, denominada fundo comum de investimentos (*fond commun de placement*).⁴⁹

O instituto do fundo comum de investimento, constituído sob a forma condominial, foi regulado na França e na Bélgica em 1957, e na Holanda em 1960, não obstante a prática de utilização desse instrumento antes dos respectivos marcos regulatórios nos referidos países.

Em Portugal, a regulação dos fundos de investimento se deu em 1965, por meio da promulgação do Decreto-lei 46.342, renovado após a Revolução dos Cravos pelo Decreto-lei 134/1985, que definia fundo de investimento como conjunto aberto de valores mobiliários, sem personalidade jurídica e pertencentes coletivamente aos respectivos participantes.⁵⁰

Na Itália, os fundos foram regulados por lei somente em 1983,⁵¹ como patrimônio autônomo.

Na Espanha, por sua vez, a regulamentação surgiu em 1964, por meio de ordens ministeriais do Ministério da Fazenda, autorizadas pelo Decreto-lei de 30 de abril de 1964.

⁴⁹ Ensina Ricardo Freitas, *in verbis*: “Nos três países, o sistema estruturado foi essencialmente o mesmo. Os investidores que queriam aderir a um fundo de investimento, concediam a uma instituição profissional designada *gérant* (administrador), poderes de agrupar os recursos e aplicá-los em uma carteira diversificada de valores mobiliários por conta deles mas em seu próprio nome. Essa carteira é propriedade indivisa dos participantes que confiam sua guarda a uma outra instituição denominada *depositaire* (custodiante). As cotas representando direito de propriedade indivisa são entregues aos investidores. O custodiante executa as ordens de compra e venda dos títulos integrantes da carteira, formalizadas pelo administrador, que, por sua vez, obedece a um *réglement de gestion* (regulamento de gestão). Em alguns casos, o custodiante se obriga a conferir se as ordens que lhe são requisitadas pelo administrador estão em conformidade com o regulamento e gestão aplicável (FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 77).

⁵⁰ MATIAS, Tiago dos Santos; LUÍS, João Pedro A. *Fundos de investimento em Portugal: análise do regime jurídico e tributário*. Coimbra: Almedina, 2008. p. 14.

⁵¹ Lei 77, de março de 1983, conforme FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 229.

Já com relação à União Europeia, a primeira tentativa de uniformização dos instrumentos de investimento coletivo se deu em 1985, por meio da edição da Diretiva 85/611/CEE. A partir da referida norma, cada Estado-membro deveria editar normas de direito interno visando à harmonização de parte de seu direito.

A denominação adotada pela Diretiva 85/611 em relação aos veículos de investimento coletivo foi Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários (OICVM). Em 2009, a Diretiva foi revogada e substituída pela Diretiva 2009/65, que define OICVM como organismos:

- a) cujo objecto exclusivo é o investimento colectivo dos capitais obtidos junto do público em valores mobiliários ou noutros activos financeiros líquidos referidos no n.º 1 do artigo 50.º e cujo funcionamento seja sujeito ao princípio da repartição de riscos; e
- b) cujas unidades de participação sejam, a pedido dos seus detentores, readquiridas ou reembolsadas, directa ou indirectamente, a cargo dos activos destes organismos. É equiparado a estas reacquisições ou reembolsos o facto de um OICVM agir de modo a que o valor das suas unidades de participação na bolsa não se afaste sensivelmente do seu valor patrimonial líquido.⁵²

Quanto à forma, a Diretiva não faz qualquer restrição, permitindo a adoção de forma contratual (fundos geridos por uma sociedade gestora), de um *trust* clássico ou forma societária, que denomina estatutária (sociedade de investimento).⁵³

Com base nas mencionadas diretivas, os Países-membros aprovaram normas internas harmonizando o arcabouço relativo aos fundos. Como exemplos, podemos citar a publicação do Decreto-lei 276/1994 em Portugal e da Lei 88-1201 na França.

⁵² Diretiva 2009/65, art. 1.º, n. 2.

⁵³ Idem, n. 3.

A Diretiva 2009/65 permanece em vigor até os dias atuais.

1.2 Histórico dos Fundos de Investimento no Brasil

No Brasil, a criação de veículos de investimento coletivo se deu, inicialmente, utilizando-se estruturas societárias. Os primeiros fundos eram organizados sob a forma de sociedades de investimentos e sociedades em conta de participação,⁵⁴ as quais teriam surgido no Brasil por volta de 1940.⁵⁵

Não obstante, o tratamento das sociedades de investimento pelo ordenamento jurídico se deu somente em 1945, com o Decreto-lei 7.583. Referido decreto-lei permitiu a criação de sociedades de crédito, financiamento e investimento, as quais deveriam obedecer às normas expedidas pelo Ministério da Fazenda. No mesmo ano, porém, as referidas atribuições do Ministério da Fazenda foram transferidas por meio do Decreto-lei 8.495 à Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc). Alguns meses depois, em 16 de agosto de 1946, por meio do Decreto-lei 9.603, foi permitido às pessoas naturais ou jurídicas, cujas atividades o justificassem, a criação de seções de financiamento ou de crédito.

Bernard Pajiste, afirmando que o regime jurídico vigente no tocante às companhias de investimento não é mais do que lacônico, resume em cinco princípios básicos a legislação da época:

- a) as companhias de investimento não podiam receber depósito, salvo de seus próprios titulares ou sócios, nem admitir o movimento de contas por meio de cheques;
- b) as sociedades podiam ser constituídas com capital nacional ou estrangeiro;
- c) ficavam as entidades excluídas das prerrogativas e vantagens previstas com referência à Caixa de Mobilização Bancária;

⁵⁴ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 79.

⁵⁵ FERREIRA, Waldemar. Op. cit., p. 14.

d) a constituição, alteração de estatutos e o funcionamento estavam subordinados à aprovação do Ministério da Fazenda e, em particular, à fiscalização da SUMOC;

e) a organização das seções de financiamento ou de crédito por empresas comerciais e industriais era admitida, desde que sua atividade o justificasse.⁵⁶

Em 18 de setembro de 1946, foi promulgada a nova Constituição, em substituição à Constituição de 1937, que havia sido outorgada por Getúlio Vargas.

Nos termos do art. 5.º da referida Constituição, a fiscalização das operações de estabelecimentos de crédito, de capitalização e de seguros era de competência da União.⁵⁷ Além disso, competia também à União legislar sobre normas de direito financeiro⁵⁸ e instituições de crédito.⁵⁹

Em outras palavras, competia ao Congresso Nacional, formado pela Câmara dos Deputados e pelo Senado Federal, aprovar leis sobre direito financeiro, no qual estão inseridas as normas relativas às sociedades de crédito, financiamento e investimento. Além disso, nos termos previstos na referida Constituição, a lei aprovada deveria, ainda, ser sancionada pelo Presidente da República.⁶⁰

Waldemar Ferreira relata que

reclamava-se, em todo o País, e se aguardava que o Presidente da República, no uso de seu poder de iniciativa, atribuindo pelo texto constitucional, encaminhasse à Câmara dos Deputados projeto de lei regulando as sociedades de crédito, de financiamento e de investimento, cuja necessidade

⁵⁶ PAJISTE, Bernard. Op. cit., p. 51.

⁵⁷ Art. 5.º, IX, da CF/1946.

⁵⁸ Art. 5.º, XV, *b*, da CF/1946.

⁵⁹ Art. 5.º, XV, *k*, da CF/1946.

⁶⁰ Em caso de veto do Presidente, o Congresso podia derrubar o veto, com voto de pelo menos dois terços dos deputados e senadores presentes, sendo, então, o projeto, encaminhado para promulgação pelo Presidente da República.

era evidente, para garantia das relações delas com seus mutuários.⁶¹

Isso porque, como em outros momentos da história jurídica, especialmente no tocante aos mercados financeiros e de capitais, a realidade econômica atropelou o ordenamento jurídico vigente: em 1957, foi constituído aquele que pode ser considerado o verdadeiro primeiro fundo de investimento do Brasil, denominado Crescinco.

O fundo Crescinco foi constituído e era administrado pela Companhia de Empreendimento e Administração IBEC, subsidiária da americana *International Basic Economy Corporation*, baseada em Nova Iorque.⁶²

Não obstante a ausência de previsão legal no regime jurídico vigente, e diversas incompatibilidades com o disposto no Código Civil,⁶³ o fundo Crescinco foi instituído por meio de escritura pública, sob a forma de condomínio aberto, seguindo, em sua estruturação, o padrão dado pelas companhias de investimento americanas do tipo abertas e diversificadas (*open-end management diversified investment companies*), denominadas *mutual funds*.^{64,65}

Peter Walter Ashton chegou a consultar o Sr. R.W. Greenbaum, organizador do fundo Crescinco e também um dos dirigentes da IBEC americana, acerca da estrutura jurídica utilizada, pelo que recebeu a seguinte resposta:

⁶¹ FERREIRA, Waldemar. Op. cit., p. 15.

⁶² Segundo Mario Tavernard Martins de Carvalho, a IBEC americana pertencia à família *Rockfeller* e sua atuação no Brasil teve Walther Moreira Salles como sócio (CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Op. cit., p. 58).

⁶³ Como exemplos, Peter Walter Ashton cita a possibilidade de exigir a divisão da coisa comum a qualquer momento, a vedação ao condômino de dar uso e gozo a estranhos, sem consenso dos demais condôminos, da vedação da transferência da parte a estranhos etc. (ASHTON, Peter Walter. Op. cit., p. 57).

⁶⁴ ASHTON, Peter Walter. Op. cit., p. 41.

⁶⁵ Vide item 3.2 deste capítulo.

[...] na Argentina, estamos também utilizando a forma jurídica de condomínio, mas no Chile estamos organizando fundos em conta de participação e na Colômbia consituímos o que essencialmente corresponde a um fundo do tipo *common trust* fundamentado em contratos com inversores individuais, por meio dos quais estes indicam a companhia administradora como seu agente para 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 de capital aberto (*open-end*) e também escapar à imposição de dupla tributação sobre a venda do fundo.⁶⁶

Para tratar do aspecto tributário do novo fundo constituído sob a forma de condomínio, em 1958 foi editada a Lei 3.470, que, em seu art. 82, determinava que os fundos constituídos sob a forma de condomínio e administrados por sociedades de investimento fiscalizadas pela Sumoc não seriam considerados pessoas jurídicas para os fins do imposto sobre a renda, desde que não investissem mais do que 10% de seus recursos em uma única empresa e que distribuíssem, anualmente, resultados aos condôminos.

Apesar de resolvida a questão no âmbito tributário, somente em 30 de novembro de 1959 foi editada a Portaria 309 do Ministério da Fazenda, por meio da qual regulamentaram-se as sociedades de crédito, financiamento e investimento, definindo-lhes as características gerais e o funcionamento, a competência e as atribuições. Além disso, nos termos da Portaria, criaram-se condições, conforme sua exposição de motivos, para a segura implantação do crédito a prazo médio e o desenvolvimento do mercado de capitais a longo prazo. A portaria autorizava, ainda, a constituição de fundos em condomínio pelas companhias de crédito, financiamento e investimento.

⁶⁶ ASHTON, Peter Walter. Op. cit., p. 41, nota 10.

Ocorre que, nos termos do texto constitucional vigente, o entendimento era de que o Ministério da Fazenda não possuía competência para expedir a referida Portaria.⁶⁷

Não obstante, somente em 1965 é que a matéria foi objeto de lei, nos termos preconizados pelo jurista acima mencionado. Naquele ano, o Congresso Nacional aprovou e o Presidente da República sancionou, nos termos da Constituição de 1946, ainda vigente, a Lei 4.728/1965, que tratou dos mercados de capitais, das sociedades de investimento e dos fundos de investimento.

A referida lei, além de expressamente tratar das sociedades e dos fundos de investimento em condomínio, em dois artigos,⁶⁸ atribuindo ao Banco Central, criado pela Lei 4.595, do ano anterior, a competência para autorizar o seu funcionamento e fiscalizá-los, permitiu que sociedades anônimas fossem constituídas com capital subscrito inferior ao capital autorizado.⁶⁹

A necessidade de subscrição do capital era, lembre-se, um dos entraves à utilização da forma societária como veículo de investimento coletivo. Um dos objetivos da criação da sociedade anônima de capital autorizado foi justamente conferir flexibilidade às sociedades para que pudessem ser utilizadas para o grupamento de recursos para finalidade de investimento.⁷⁰

⁶⁷ Por essa razão, Waldemar Ferreira afirmou, categoricamente, em 1961, que a Portaria era inconstitucional: “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 é quanto isso admissível” (FERREIRA, Waldemar. Op. cit., p. 17).

⁶⁸ Arts. 49 e 50 da Lei 4.728/1965.

⁶⁹ Art. 45 da Lei 4.728/1965.

⁷⁰ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 88.

Félix Ruiz Alonso apontou que a flexibilidade não foi suficiente, dado que as sociedades continuavam a ter dois limites: um teto máximo, no capital autorizado, acima do qual não poderiam vender ações, a menos que celebrassem nova assembleia extraordinária e novo limite fosse autorizado; e um limite mínimo, no capital subscrito, abaixo do qual não poderiam descer.⁷¹

Ainda como estímulo à utilização da forma societária para estruturas de investimento coletivo, a Lei 4.728/1965 permitiu, nos termos de seu art. 50, que os fundos existentes à época da lei, constituídos sob a forma de condomínio, fossem transformados em sociedades anônimas de capital autorizado, sem incidência de encargos fiscais, mecanismo questionado por Ricardo Freitas, para quem a transformação não é o procedimento apto a converter um condomínio em sociedade.⁷²

Ocorre que, em 1968, o Conselho Monetário Nacional, por meio do Banco Central, demonstrando preocupação com a possível quebra decorrente da má condução dos investimentos por parte das instituições financeiras, implementou a Resolução 103, cujo inc. IV tinha a seguinte redação:

Vedar às sociedades de crédito, financiamento e às de tipo misto a constituição, administração ou gerência de FUNDOS MÚTUOS DE FINANCIAMENTO, ou FUNDOS DE “ACCEPTANCE”, e, ainda, a partir desta data, a colocação de novas cotas de Fundos que funcionem sob o regime de sociedade em conta de participação, condomínio ou quaisquer outras formas, assim entendido, para os efeitos deste item, uma comunhão de recursos destinados a aplicação em operações de crédito, com base em papéis comerciais.

⁷¹ ALONSO, Félix Ruiz. Os fundos de investimento. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 10, n. 1, São Paulo: Ed. RT, 1971, p. 66.

⁷² Afirmou Ricardo Freitas: “Tão importante pareceu ao governo criar mecanismo que permitisse que os negócios passassem a se orientar sob a forma da sociedade de capital autorizado, que atropelou o raciocínio jurídico elementar: o de que operação de transformação não é o procedimento legal apto a converter um condomínio em uma sociedade” (FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 89).

Em virtude da vedação acima, os fundos ali referidos deveriam ser obrigatoriamente liquidados até 31 de dezembro de 1969, operando-se a sua liquidação progressiva, de modo que, até 30.06.1969 e 30.09.1969, tivessem reduzido seus valores na data da edição na medida de 50% e 75%, respectivamente.

Importante ressaltar que o que se extinguiu naquele momento foi a figura do fundo enquanto aporte de recursos em uma sociedade de financiamento ou em conta de participação, que eram as formas mais comuns de organização.⁷³

Não obstante ser datado de 1963, o livro de Peter Walter Ashton já criticava a regulação das companhias de investimento, financiamento e crédito em conjunto.⁷⁴ Parece-nos que a preocupação do Conselho Monetário Nacional e a do Banco Central, consubstanciadas na Resolução 103, tratam exatamente desse tema: a falta de separação entre as atividades de investimento e de financiamento.

É de se ressaltar que as sociedades de investimento da época eram constituídas como sociedades de crédito, financiamento e investimento, motivo pelo qual houve grande mobilização para tentar revogar ou contornar a vedação imposta.

Dessa forma, em 14 de abril de 1970, por meio da Resolução do Conselho Monetário Nacional 145, foi criada a figura do fundo mútuo de investimento, constituído sob a forma de condomínio aberto, cuja

⁷³ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 81.

⁷⁴ ASHTON, Peter Walter. Op. cit., p. 66.

administração deveria ser exercida por instituição financeira,⁷⁵ por meio de mandato,⁷⁶ outorgado pelos condôminos.

Em 1971, Félix Ruiz Alonso resumiu as estruturas que poderiam ser adotadas para a constituição de veículos de investimento coletivo no Brasil:

A atividade de investimentos no Brasil, na atualidade, pode se realizar através de três formas jurídicas diferentes, a saber: sociedades de investimentos de capital fixo; sociedades de investimentos de capital autorizado e mediante fundos de investimento.⁷⁷

Ainda na década de 1970, no ano de 1976, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários, por meio da Lei 6.385/1976. A partir de então, e até a entrada em vigor da Lei 10.303,⁷⁸ em 2001, a competência para regular e fiscalizar os fundos foi cindida entre o Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários, dependendo dos ativos que compunham a carteira dos fundos.

Não obstante o arcabouço jurídico e regulatório existente, que evoluiu ainda ao longo das décadas seguintes, o pleno desenvolvimento da indústria de fundos de investimento se deu após a estabilização da economia, com a implementação do Plano Real, em 1994.

Por fim, conforme já mencionado vale citar que, em 2002, a CVM passou a concentrar a responsabilidade pela regulamentação e fiscalização dos fundos de investimento, independente dos ativos que

⁷⁵ Art. 4.º da Resolução 145: “A administração dos Fundos Mútuos de Investimento será exercida por Bancos de Investimento, Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento e Sociedades Corretoras”.

⁷⁶ Art. 3.º da Resolução 145: “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”.

⁷⁷ ALONSO, Félix Ruiz. Op. cit., p. 65.

⁷⁸ Vide Capítulo Regulação.

compusessem sua carteira, tendo em vista que as cotas dos fundos passaram a ser consideradas, expressamente, valores mobiliários.⁷⁹

1.3 Natureza jurídica dos fundos de investimento no Brasil

Ao longo da história dos veículos de investimento coletivo, muito se discutiu sobre sua natureza jurídica.

Até a introdução, no ordenamento jurídico brasileiro, dos fundos de investimento sob a forma de condomínio, por meio da Portaria 309/1959 ou, de forma menos polêmica, da Lei 4.728/1965, as discussões se centravam na natureza jurídica do *trust* e das sociedades de investimento.⁸⁰

Atualmente, nas esferas legal e regulatória, o fundo é designado como comunhão de recursos constituída sob a forma de condomínio.⁸¹

Não obstante a expressa atribuição da natureza de condomínio aos fundos, muitos autores, conforme descrito a seguir, têm discutido acerca da natureza jurídica dos fundos, no Brasil e no exterior.

1.3.1 A evolução da discussão doutrinária

Alexandre Brandão da Veiga, a respeito da discussão em Portugal, afirma:

A noção de fundo não se pode obter de um pré-conceito. Nem sequer decorrer da mera aceitação da definição legal. Nem, e muito menos, de uma suposta indução conceptual. Só depois de estudarmos todo o seu regime jurídico com o mínimo de profundidade podemos tentar encontrar um regime de

⁷⁹ Cf. art. 2.º, V, da Lei 6.385/1976, com a redação que lhe foi dada pela Lei 10.303/2001.

⁸⁰ Vide BARRETO FILHO, Oscar. Op. cit.

⁸¹ Art. 2.º da Instrução CVM 409/2004: “O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”.

imputação que seja adequado à compreensão do regime legal.⁸²

Assim, buscaremos descrever as principais correntes de discussão acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento no Brasil.

Peter Walter Ashton, em seu estudo sobre as companhias de investimento no Brasil, defende que o fundo não é um condomínio, mas uma expectativa de condomínio, uma *spes condominii*, em caso de liquidação, afirmando haver uma oposição total entre um fundo de investimento e as disposições do instituto no Código Civil.⁸³ Não resolve, no entanto, a questão da natureza do fundo enquanto não ocorre a liquidação.

Já Félix Ruiz Alonso defendeu que os fundos de investimento (em oposição às atividades de investimento exercidas por sociedades de investimento de capital fixo e sociedades de investimento de capital autorizado) tinham natureza de condomínio mobiliário mercantil.⁸⁴ Afirma o autor que “não se poderia cogitar que o legislador errasse, e menos ainda, que a lei habitualmente estivesse eivada de impropriedades”. Conclui, portanto, que o fundo é, quanto à sua natureza, uma forma especial de condomínio, mobiliário e mercantil, que difere do condomínio civil por suas peculiaridades, sendo que seu funcionamento se dá por meio de mandato outorgado pelos coproprietários ao administrador.

⁸² VEIGA, Alexandre Brandão da. *Fundos de investimento mobiliário e imobiliário (regime jurídico)*. Coimbra: Almedina, 1999. p. 531.

⁸³ ASHTON, Peter Walter. Op. cit., p. 54.

⁸⁴ Idem, p. 72.

Pontes de Miranda, por sua vez, ao analisar as sociedades de investimento, defende a forma societária como mais simples e adequada aos fundos de investimento.⁸⁵

Arnoldo Wald, ao analisar a natureza jurídica dos fundos de investimento imobiliário antes, ainda, da edição da Lei 8.668/1993,⁸⁶ manifestou opinião no sentido de que tais fundos teriam natureza de um condomínio *sui generis*, diferente daquele previsto no Código Civil, sendo um patrimônio afetado à finalidade específica, sem personalidade, mas com capacidade. E, acertadamente, defende:

Quer se cogite de um condomínio especialíssimo ou *sui generis*, de uma sociedade sem personalidade jurídica, na terminologia do Código de Processo Civil ou de uma forma de *trust* já adaptado e consagrado pelo direito brasileiro, a designação e a semântica são secundárias, pois o importante é a capacidade substantiva e adjetiva do Fundo para adquirir e transmitir direitos, atuar em juízo e praticar todos os atos da vida comercial, embora só possa exercer a sua atividade por intermédio do seu gestor. Não se trata de contrato de comissão, pois os bens não são adquiridos em nome do gestor e por conta dos condôminos, mas em nome do Fundo e para o mesmo.⁸⁷

Rachel Sztajn,⁸⁸ em artigo no qual também se dedicou a analisar os fundos de investimento imobiliários, porém após a entrada em vigor da Lei 8.668/1993, que classifica os fundos imobiliários como comunhão sem personalidade jurídica, constituída sob a forma de condomínio fechado, distingue duas modalidades de condomínio: a de origem romana, em que cada condômino é detentor de uma fração ideal e o poder jurídico recai

⁸⁵ Pontes de Miranda afirma: “a forma societária é a mais simples e aquela que melhor se adapta o fundo de investimento de porta aberta, principalmente se se constitui sociedade por ações. Isso não afasta a juridicidade da forma condominial, fiduciária, de comunhão pro diviso, ou outra que o sistema jurídico contenha” (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Op. cit., p. 352).

⁸⁶ Institui os fundos de investimento imobiliário.

⁸⁷ WALD, Arnoldo. Da natureza jurídica do fundo imobiliário. *Revista Forense*, vol. 309, jan.-fev.-mar. 1990, p. 11.

⁸⁸ SZTAJN, Rachel. Quotas de fundos imobiliários – novo valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 33, n. 93, jan. 1994, p. 105.

sobre a totalidade da coisa e não sobre parte determinada, e a de origem germânica, em que a propriedade é coletiva, exercida “em mão comum”, sendo que a coisa pertence à coletividade, e não aos condôminos individualmente. O fundo imobiliário assemelhar-se-ia ao condomínio germânico e, uma vez que resulta de convenção, teria caráter associativo, sendo o papel do administrador exercido em caráter fiduciário, como num *trust* atípico. Dada a natureza do fundo imobiliário, poderia ter a lei, portanto, criado uma sociedade atípica, que teria sido mais adequada à estrutura do fundo imobiliário.

Vale lembrar que os fundos de investimento imobiliário possuem uma característica que os distancia dos demais fundos de investimento: a lei que os criou definiu que os bens imóveis integrantes de seu patrimônio são adquiridos pelo administrador, em caráter fiduciário,⁸⁹ de certa forma dando a entender que o fundo, por não ter personalidade jurídica, não poderia ser titular de bens e direitos.

Atualmente, inclusive nas regulamentações emanadas da CVM,⁹⁰ os bens integrantes da carteira do fundo de investimento (excetuados os fundos imobiliários) devem ser adquiridos e registrados em seu nome, demonstrando que, não obstante a ausência de personalidade jurídica, e corroborando a afirmação de Arnoldo Wald, possuem os fundos capacidade para adquirir e transmitir direitos.

Mais recentemente, em 2001, Fernando Schwarz Gaggini concluiu ser o fundo de investimento uma forma de condomínio de

⁸⁹ Art. 6.º da Lei 8.668/1993: “O patrimônio do Fundo será constituído pelos bens e direitos adquiridos pela instituição administradora, em caráter fiduciário”.

⁹⁰ Art. 2.º, § 8.º, da Instrução 409/2004: “Os registros a que se referem os §§ 3.º, e 5.º, inciso II, deste artigo deverão ser realizados em contas de depósito específicas, abertas diretamente em nome do fundo. Já o artigo (art. 56, § 2.º) que trata dos serviços de gestão estatui que o gestor deve negociar em nome do fundo os ativos financeiros de sua carteira.

natureza especial, com regras próprias e específicas, distintas das descritas no Código Civil.⁹¹

Em 2004, alguns poucos dias depois da publicação da Instrução CVM 409/2004, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, em parecer sobre a natureza de fundo de investimento, entenderam que o fundo seria uma sociedade não personificada, sendo aplicáveis as normas sobre as sociedades em comum e sobre a sociedade simples e, analogicamente, as disposições da Lei das S.A.⁹²

Ricardo de Santos Freitas descreve detalhadamente as teorias desenvolvidas, tanto no Brasil quanto na Europa continental, para explicar a natureza jurídica dos fundos de investimento.⁹³

Primeiramente, trata da personalidade jurídica, esclarecendo que um patrimônio especial, definido como conjunto de bens econômicos com fim específico, somente responde por dívidas contraídas na persecução desse fim. Se esse patrimônio não tiver titular senão o próprio patrimônio, terá subjetivação jurídica e será uma organização associativa. Referida organização associativa pode, ou não, ser um centro autônomo de imputação e pode, ou não, ter personalidade jurídica, conforme definido pela lei, dado que a personalidade jurídica nada mais é do que uma ficção do direito. A personalidade jurídica seria o grau de capacidade jurídica da organização associativa. Dessa forma, uma vez que o fundo possui conjunto de capacidades para exercício de direitos e obrigações, conclui que o fundo teria personalidade. Afirma o autor:

Parece que estamos diante de uma ficção invertida da pessoa jurídica. Para alcançar o objetivo fiscal de evitar a dupla tributação sobre uma cadeia de investimentos, cria-se a ficção

⁹¹ GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2001. p. 53.

⁹² FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009. p. 212.

⁹³ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit.

de que o fundo não tem personalidade jurídica. Muito mais fácil seria reconhecer a personalidade formalmente, para evitar o turbilhão de correntes doutrinárias e consequentes discussões infundáveis sobre o assunto, muitas motivadas pela necessidade de dar soluções a problemas concretos que poderiam ser evitados...⁹⁴

E, após criticar a teoria condominial, por não se adaptar o fundo às regras previstas no Código Civil para o condomínio, defende que o fundo é, portanto, uma sociedade, filiando-se à teoria da organização associativa.

No entanto, antes de argumentar e tratar especificamente dessa teoria, descreve e refuta as demais teorias que discutem a natureza jurídica dos fundos, quais sejam a teoria da comunidade de bens não condominial, a teoria da propriedade em mão comum e a teoria da propriedade fiduciária.

A teoria da comunidade de bens não condominial, defendida principalmente por autores portugueses, como Maria João Vaz Tomé⁹⁵ e Alexandre Brandão⁹⁶ da Veiga, caracteriza o fundo como uma *universitas iuris singular*, diferente da copropriedade clássica. Ricardo Freitas se adianta em esclarecer que a doutrina brasileira, ao adotar a teoria da comunhão de bens dos cotistas, reconhece os fundos como um condomínio atípico e não comunhão não condominial.⁹⁷

A teoria da propriedade em mão comum tem origem na concepção germânica de comunhão. Conforme descrito por Rachel Sztajn⁹⁸ em seu estudo sobre a natureza dos fundos imobiliários mencionado acima, no direito alemão a comunhão é proindiviso, sendo que

⁹⁴ Idem, p. 157.

⁹⁵ TOMÉ, Maria João Romão Carreiro Vaz. Notas sobre os aspectos financeiros e civis dos fundos de investimento mobiliários abertos. *Direito dos valores mobiliários abertos*. Instituto dos valores mobiliários. Coimbra: Coimbra Ed., 1999. vol. 1, p. 62.

⁹⁶ VEIGA, Alexandre Brandão da. Op. cit., p. 535.

⁹⁷ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 186.

⁹⁸ SZTAJN, Rachel. Quotas de fundos imobiliários... cit.

a comunidade é priorizada em relação ao indivíduo. Dessa forma, elimina-se a ideia de fração ideal e o uso e gozo dos bens pertence à comunidade em si e não ao indivíduo. Além disso, na propriedade em mão comum, o indivíduo é impossibilitado de solicitar a divisão do patrimônio comum, que se encontra, ainda, protegido contra dívidas dos indivíduos. Ocorre que, no caso do fundo de investimento, a cota representa fração ideal do patrimônio. Por essa razão, Ricardo Freitas⁹⁹ entende que a teoria não se aplica aos fundos, uma vez que a existência da ideia de fração ideal contraria, *per si*, a figura da propriedade em mão comum.

A teoria da propriedade fiduciária, defendida por alguns autores italianos,¹⁰⁰ caracteriza-se por entender que o administrador é proprietário fiduciário do fundo, uma vez que detém os direitos dominais dos bens que o compõem. A relação do administrador com os cotistas se dá por meio de mandato e o direito dos mencionados investidores teria natureza obrigacional. Os cotistas teriam apenas direito aos lucros, ao reembolso e ao ressarcimento em caso de abuso dos poderes do administrador. A crítica feita a essa teoria funda-se no conceito de negócio fiduciário. A figura não poderia ser reconhecida, porque, ao se transferir recursos, em caso de pedido de resgate, e não parte ideal dos bens integrantes da carteira do fundo, estaria afastado o conceito de que a propriedade é fiduciária.¹⁰¹

Finalmente, a teoria associativa identifica o fundo como uma sociedade, ainda que desprovido de personalidade jurídica. Para sustentar seu raciocínio, Ricardo Freitas¹⁰² analisa os elementos essenciais das sociedades descritos pelo art. 981 do Código Civil e os compara com os elementos essenciais dos fundos, verificando se as características dos

⁹⁹ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 188.

¹⁰⁰ FRAGALI, M. e CASTELLANO, Gaetano, apud FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 191.

¹⁰¹ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 191.

¹⁰² Idem, *ibidem*, p. 196.

fundos que não coincidem com as das sociedades são suficientes para descaracterizar o fundo como sociedade.

Os elementos apontados pelo autor como essenciais à sociedade são: (i) contribuição em bens ou serviços; (ii) exercício de atividade econômica; e (iii) repartição de resultados.

Antes de fazer a comparação com os elementos essenciais dos fundos, no entanto, defende que as sociedades possuem um regime tipológico parcialmente aberto, ou seja, as sociedades devem ser constituídas na forma prevista no Código Civil ou em leis especiais.¹⁰³ A possibilidade de criação de outros tipos societários por lei especial tornaria aberto o regime tipológico das sociedades. Vale ressaltar que o autor defende que lei especial pode ser qualquer ato normativo que não o Código Civil, inclusive as instruções da CVM, uma vez que fundamentadas em poder conferido pelo CMN, o qual, por sua vez, está baseado em lei que tem seu fundamento na Constituição Federal.

Além disso, rejeita a pluralidade de sócios e a *affectio societatis* como elementos essenciais, mas afirma que a contribuição material para atingimento de uma finalidade comum já caracterizaria a *affectio*.

Os elementos apontados por Ricardo Freitas como essenciais aos fundos de investimento são: (i) contribuição com bens; (ii) finalidade econômica; (iii) partilha de resultados; (iv) administração profissional; e (v) distribuição pública das cotas. Tendo em vista que os três primeiros elementos apontados como essenciais aos fundos coincidem com os elementos essenciais caracterizadores das sociedades, conclui que o fundo é um tipo de sociedade.

¹⁰³ Ressalve-se que, nos termos do art. 983 do CC, apenas as sociedades empresárias é que devem se constituir sob uma das formas típicas elencadas no mesmo Código Civil, quais sejam, sociedade em nome coletivo, sociedade em comandita simples, sociedade em comandita por ações, sociedade limitada e sociedade anônima. Para Nelson Nery Jr., o regime é o da atipicidade societária (NERY JR., Nelson. *Novo Código Civil e legislação extravagante anotados*. São Paulo: Ed. RT, 2002. p. 348). No mesmo sentido: SZTAJN, Rachel. *Contrato de sociedade e formas societárias*. São Paulo: Saraiva, 1989. p. 174.

No entanto, duvida da tese e avalia se a administração profissional ou a distribuição pública das cotas descaracterizariam essa sociedade. Mais uma vez, conclui que não:

A obrigatoriedade de administração profissional e de distribuição pública de suas cotas, embora sejam elementos que representem a essência do conceito abstrato de fundo de investimento, e que permite que o fundo se distinga do que estamos chamando de sociedades de nomenclatura codificada, não acreditamos que qualquer deles possa subtrair do fundo o reconhecimento da forma societária.¹⁰⁴

Em resumo, Ricardo Freitas atribui ao fundo a natureza de uma estrutura organizacional regulada por lei especial.¹⁰⁵

Mario Tavernard Martins de Carvalho discorda do autor acima mencionado, exclusivamente em relação à premissa de que as instruções da CVM configuram lei especial capaz de tornar uma organização associativa uma sociedade. Para referido autor, portanto, o fundo de investimento teria natureza de sociedade em comum, não personificada, assim como entendeu Valladão:

Os bens e as dívidas formam um patrimônio especial. Por mais que sejam reconhecidos alguns direitos e capacidades ao fundo, por este não ser dotado de personalidade jurídica, em última análise, os titulares do patrimônio são os próprios cotistas. Outrossim, o exercício dos direitos inerentes à disposição, ao uso e à fruição dos bens aportados é previsto no respectivo regulamento e nos atos normativos vigentes.¹⁰⁶

Das opiniões acima descritas, quer-nos parecer que a doutrina brasileira, ao longo do tempo, passou a reconhecer ao fundo uma natureza associativa. A razão para tal convergência talvez possa estar nas alterações trazidas pelo Código Civil de 2002.

¹⁰⁴ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 228.

¹⁰⁵ Ibidem.

¹⁰⁶ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Op. cit., p. 199.

Como exemplo, podemos citar o conceito de sociedade. O Código Civil de 1916 estatuiu, em seu art. 1.363, que “celebram contrato de sociedade as pessoas que mutuamente se obrigam a combinar seus esforços ou recursos, para lograr fins comuns”. Os elementos essenciais da sociedade eram, nos termos descritos acima, (i) obrigação mútua de combinar esforços ou recursos para (ii) lograr fim comum.

Já o Código de 2002, nos termos de seu art. 981, estabelece que os elementos essenciais das sociedades são: (i) obrigação recíproca de contribuir, em bens ou serviços, (ii) exercício de atividade econômica e (iii) partilha de resultados.

À primeira vista, pode parecer que o antigo conceito era mais amplo, podendo abarcar, de forma mais confortável, diversos institutos que se assemelhassem às sociedades, tais como os fundos tratados no presente trabalho.

No entanto, essa conclusão nos parece equivocada. No Código de 1916, a reciprocidade refere-se aos sócios, denotando a existência de uma espécie de *affectio societatis*, pessoal e indispensável, que seria direcionada à consecução mútua do objetivo. O Código de 2002, ao contrário, é explícito no sentido de que a reciprocidade dos sócios refere-se exclusivamente à contribuição em bens ou serviços.

No caso do fundo de investimento, os cotistas não se obrigam mutuamente para o atingimento do fim econômico. Obrigam-se, exclusivamente, em contribuir com recursos financeiros ou bens.

Outra hipótese pode ser a unificação do direito comercial ao direito das obrigações, também por meio do Código de 2002. Isso porque o fundo de investimento sempre foi visto como um instituto de direito comercial, como afirmou Félix Ruiz Alonso, sendo que as regras associativas constantes do Código Comercial não se adequavam aos

conceitos dos fundos de investimento, especialmente em virtude da teoria dos atos de comércio ali consagrada.

Antes de afirmarmos o que acreditamos ser o fundo de investimento em sua essência, no entanto, cumpre-nos esclarecer o motivo pelo qual acreditamos que tal tarefa é relevante, não se resumindo ao mero “entreglosar” de *Montaigne*, citado por Comparato.¹⁰⁷

1.3.2 A importância da definição da natureza jurídica dos fundos de investimento

A relevância de se determinar a natureza jurídica do instituto “fundo de investimento” reside, em nossa opinião, na definição de qual o conjunto de normas positivas deva ser aplicado supletivamente, em caso de conflito ou mesmo na definição da regulamentação pelas autoridades competentes, tais como a CVM e, até mesmo, o Poder Judiciário.

Em virtude dessa razão objetiva e prática, antes de qualquer coisa recusamos a aceitação das teorias estrangeiras que enxergam no fundo institutos que não se enquadram no direito brasileiro. Assim, não nos parece ter algum fundamento denominar o fundo de propriedade em mão comum, conceito importado da Alemanha, ou até mesmo de *trust*, do direito anglo-saxão.

Antes, o fundo de investimento deve se enquadrar em uma das figuras conhecidas de nosso direito e para as quais haja certo alicerce de regras que possam ser aplicadas.

¹⁰⁷ “O sábio Montaigne, que concebera de seus estudos secundários sagrado horror pela pedanteria livresca, já observava, então, que ‘despendemos mais esforços interpretando as interpretações do que interpretando a realidade, e escrevemos mais livros sobre livros do que sobre qualquer outro assunto’ e arrematava cético: ‘o que fazemos é, tão só, nos entreglosar’” (COMPARATO, Fábio Konder. *A reforma da empresa. Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 4).

Estabelecido o objetivo da definição da natureza jurídica, passaremos a avaliar, antes, o que o fundo de investimento não é para, somente depois, definirmos o que acreditamos que ele possa ser.

1.3.3 Conclusão sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento

Preliminarmente, no entanto, cumpre esclarecer que a análise da natureza jurídica de determinados tipos de fundos de investimento específicos pode levar a conclusões diversas. Assim, ao analisarmos a natureza dos fundos de investimento imobiliário, regulados pela Lei 8.668/1993, podemos chegar à conclusão de que se trata de um condomínio, natureza atribuída pela referida lei. Ou, ainda, propriedade fiduciária, uma vez que os bens integrantes do patrimônio do fundo são adquiridos e permanecem registrados em nome do administrador, em caráter fiduciário.

Ao contrário, como já tivemos a oportunidade de expor, os fundos regulados pela Instrução 409/2004 possuem seus ativos registrados em contas de depósito abertas em seu próprio nome, e não no do administrador. Em razão disso, para esses fundos, descartamos a aplicação da teoria da propriedade fiduciária.

Caio Mário da Silva Pereira, em estudo sobre a propriedade horizontal, afirma que o elemento característico do condomínio é o “exercício conjunto das faculdades inerentes ao domínio pela pluralidade de sujeitos, por tal arte que cada um deles tenha um poder jurídico sobre a coisa inteira, em projeções de sua quota ideal, sem excluir idêntico poder nos consórcios ou coproprietários”.¹⁰⁸

E prossegue, dizendo que o condomínio é transitório, que nenhum condômino tem o direito de dar a terceiros a posse, o uso ou o

¹⁰⁸ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Propriedade horizontal*. Rio de Janeiro: Forense, 1961. p. 46.

gozo da propriedade sem o prévio consentimento dos demais, e nem pode alienar sua quota-parte a pessoa estranha ao condomínio, sem dar direito de preferência aos demais condôminos. Na opinião do autor, esses são os pontos nos quais se assentam os fundamentos do condomínio clássico e sua teoria se constrói, “pois tudo mais não passa de consectário, que a imposição de uma lógica elementar extrai”.¹⁰⁹

Sílvio de Salvo Venosa, por seu turno, ao definir a natureza do condomínio, afirma:

A dificuldade maior se situa na conceituação exata do que se define por parte ideal. Não é ficção jurídica, porque a propriedade existe. Não se trata de pura abstração, porque o condômino é efetivamente proprietário e o direito não regula meras abstrações. Cuida-se, na verdade, de expressão do domínio, que é traduzida em expressão de porcentagem ou fração, a fim de que, no âmbito dos vários comunheiros, seja estabelecida a proporção de cada um no título, com reflexos nos direitos e deveres decorrentes do direito de propriedade. Daí por que a parte ideal possui sempre uma expressão quantitativa fracionária ou percentual em relação ao todo. O condômino possui direito de propriedade pleno, mas compartilhado.¹¹⁰

Maria Helena Diniz complementa afirmando que o condomínio do tipo romanístico, como o condomínio previsto no nosso Código Civil, é transitório.¹¹¹ E Orlando Gomes afirma, ao descrever a teoria individualista sobre a natureza jurídica do condomínio que nossa legislação adotou, que “a indivisão, na concepção individualista, é um estado inorgânico, uma situação excepcional, que não deve durar, porque se contrapõe, econômica e socialmente, à forma normal do domínio”.¹¹²

¹⁰⁹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Propriedade horizontal* cit., p. 47.

¹¹⁰ VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito civil: direitos reais*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2007. Coleção Direito Civil, vol. 5, p. 301.

¹¹¹ DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro*. Direito das coisas. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

¹¹² GOMES, Orlando. *Direitos reais*. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1980. p. 208.

Dito isso, concluímos que o fundo de investimento não se assemelha, nem ao longe, ao instituto acima descrito. Nenhuma das características atribuídas ao condomínio pelo nosso Código Civil e pelos nossos doutrinadores, acima transcritas, se encontra no fundo de investimento. A essência do condomínio não condiz com a essência do fundo de investimento. E as regras constantes no Código Civil acerca do condomínio, se aplicadas de forma supletiva aos fundos, nos casos de conflito, não parecem se adequar nem minimamente.

Primeiramente, o fundo pode não ser (e normalmente não o é) transitório, possuindo prazo de duração indeterminado, sendo que o cotista pode, no caso de fundo fechado, alienar sua cota a terceiro sem necessidade de dar qualquer direito de preferência aos demais condôminos. No caso de fundo aberto, o cotista pode gravar sua cota e, em caso de execução de garantia, um terceiro desconhecido também ingressará no fundo.

Além disso, e mais importante, considerando que o fundo é uma massa de títulos de valores mobiliários (ou ativos financeiros, como prefere a CVM denominar em sua regulamentação), os cotistas não possuem qualquer direito real sobre tais bens. Não são proprietários, tampouco condôminos. Por essa razão, não podem usar ou gozar dos bens. Os cotistas não têm direito de propriedade pleno. O que os investidores possuem é um direito a uma fração representativa de um todo, sendo que o proprietário dos bens é a própria coletividade, o fundo.

Ao dizermos que os bens pertencem ao fundo e os cotistas nada mais têm do que direito sobre uma fração representativa do patrimônio do fundo, e não diretamente sobre sua massa de ativos financeiros, quer-nos parecer que estamos aí nos aproximando da definição de quota ou ação: valor mobiliário representativo de uma fração do capital.

Lembremos que as cotas de fundos de investimento são expressamente consideradas, nos termos do art. 2.º da Lei 6.385/1976, valor mobiliário.

O fundo de investimento apresenta, a nosso ver, todos os elementos essenciais das sociedades, quais sejam: (i) a obrigação de contribuir com bens ou serviços, (ii) o exercício de atividade econômica e (iii) a partilha dos resultados, nos termos do art. 981 do CC. Alguma ressalva poderia, no entanto, ser feita em relação à atividade econômica. Atividade pode ser definida como uma sucessão de atos contínuos, para a consecução de um fim. Parece-nos, salvo melhor juízo, que o fundo não exerce atividade nenhuma. Quem a exerce é o administrador, em conjunto com os demais prestadores de serviço contratados.

No entanto, podemos entender o exercício de atividade de uma forma mais ampla, como a reunião dos interesses dos investidores para a consecução de um objetivo comum, qual seja, auferir lucros por meio do investimento em uma carteira de títulos e valores mobiliários, beneficiando-se da redução dos riscos decorrentes da diversificação e da liquidez proporcionada pelo “*pool* de investidores”.

Já a *affectio societatis*, apontada pela doutrina tradicional¹¹³ como elemento distintivo entre a comunhão e o condomínio, está, na nossa opinião, tão presente entre os cotistas de um fundo de investimento quanto entre acionistas de uma sociedade anônima. Tal *affectio* é traduzida pelo interesse comum em auferir lucro por meio de determinado investimento, conforme os ativos nos quais os recursos da carteira serão investidos.

¹¹³ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; ADAMEK, Marcelo Vieira Von. “*Affectio societatis*”: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de “sim social”. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009. p. 33.

Para Valladão e Adamek, a *affectio societatis*, inclusive, é uma noção equivocada e deveria ser substituída pelo fim comum.¹¹⁴

A propósito, Fábio Konder Comparato, ao tratar do conceito de comunhão de ações como forma de organização interna do controle em companhias, afirma que a distinção entre condomínio e sociedade é um problema clássico, herdado dos romanos, que jamais lograram estabelecer um critério distintivo perfeito.¹¹⁵

A diferença tradicionalmente apontada é a *affectio societatis* ou a existência de personalidade jurídica. O autor rechaça ambos os critérios, com o que concordamos integralmente. E trata da distinção entre comunhão e sociedade, nos seguintes termos:

A distinção deve ser pesquisada na natureza da causa, enquanto elemento objetivo do negócio jurídico. Na comunhão, é o uso e gozo em comum da mesma coisa, sem qualquer referência a uma ulterior finalidade coletiva. Em outras palavras, a comunhão é do objeto e não dos objetivos. Na sociedade, ao revés, essa comunhão de escopo é essencial. Assim, o acento tônico, nos negócios de comunhão é posto nos próprios bens comuns, ao passo que, na sociedade, os bens sociais são simples instrumento para exercício de uma atividade, com intuito lucrativo. É essa atividade econômica coletiva que constitui, propriamente, o objeto social. De um lado, pois, há comunhão de bens sem exigência de uma atividade coletiva; de outro, uma atividade em comum, em função da qual os bens sociais adquirem uma característica puramente instrumental.¹¹⁶

E, finalmente, conclui:

A nosso ver, portanto, a comunhão de ações constituída em vista do controle não é instituto do direito das coisas, e a ele não se aplicam as regras do condomínio, notadamente a

¹¹⁴ Idem, p. 42 e ss.

¹¹⁵ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 132.

¹¹⁶ Idem, p. 133.

limitação do prazo de indivisão (Código Civil, art. 1320, parágrafo 1.º), mas as normas próprias das sociedades empresárias em comum ou irregulares, destituídas de personalidade jurídica. Os bens e dívidas sociais, como se diz excelentemente no Código Civil (art. 988), constituem patrimônio especial, de que os sócios são titulares em comum.¹¹⁷

Parece-nos claro que, com base nas distinções acima, o fundo aproxima-se da sociedade e não da comunhão.

Ainda, acreditamos que a conclusão transcrita, tratando especificamente da comunhão de ações para fins de controle, pode ser aplicada também ao instituto fundo de investimento. Ressalvamos, apenas, a questão relativa à sociedade em comum.

Exatamente nesse ponto, discordaram Ricardo Freitas e Mario Carvalho, sendo que este baseia sua opinião nas conclusões de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, supramencionadas. Para o primeiro, o fundo seria um tipo econômico criado por lei especial, assim entendida a norma legal, emanada da CVM, por atribuição de competência conferida pelo CMN, autorizado por lei, que tem fundamento da Constituição Federal.¹¹⁸ Já para o segundo, o fundo seria uma sociedade em comum, dada a ausência de personalidade e de um tipo prescrito no Código Civil ou em lei, discordando que o termo “lei especial” possa se referir a normativos da CVM.

Concordamos com o primeiro autor.

Primeiramente, não nos parece acertado o argumento de que a ausência de registro do fundo, nos termos do art. 985, faz com que o fundo não tenha personalidade jurídica e que, portanto, seja uma sociedade em comum.

¹¹⁷ Idem, p. 134.

¹¹⁸ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 200.

A personalidade jurídica é uma atribuição da lei. Trata-se de ficção jurídica. Mas ficção jurídica nada mais é, também, do que uma abstração, uma ideia produzida pelo homem para atribuir certos efeitos jurídicos a determinado ato ou fato.

Ora, a ausência de personalidade jurídica nos fundos é uma ficção jurídica exatamente igual àquela por meio da qual a personalidade é criada em alguns tipos societários.

E mais: as mesmas regras que estamos a desconstruir, as mesmas leis e regulamentos que insistem em atribuir ao fundo a natureza de comunhão ou condomínio, determinam a ausência de personalidade jurídica. Como podemos, então, acolher essa ausência de personalidade sem qualquer questionamento?

Personalidade jurídica é a capacidade para o exercício de direitos e obrigações. Conceitualmente, a personalidade delimita um centro autônomo de imputação. Arnoldo Wald, em trabalho já citado, afirma que o fundo possui (i) capacidade processual, nos termos do Código de Processo Civil; (ii) patrimônio próprio; (iii) escrituração contábil própria; (iv) órgão representativo dos investidores, que é a Assembleia-Geral.¹¹⁹

Fábio Ulhoa, tentando contornar a questão da ausência de personalidade jurídica, sustenta:

Em suma, no campo do direito privado, o sujeito personalizado pode fazer tudo que não está proibido; o despersonalizado, somente o essencial ao cumprimento de sua função ou os atos expressamente autorizados. Esse o traço diferencial entre o regime das pessoas e dos entes despersonalizados.¹²⁰

¹¹⁹ WALD, Arnoldo. Op. cit., p. 10.

¹²⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial: direito de empresa*. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. vol. 2, p. 29.

Parece-nos, portanto, que o fundo é um centro de imputação autônomo. Os bens e direitos que integram seu patrimônio, os ativos financeiros, são de propriedade desse centro autônomo e não de seus cotistas. A existência ou não de personalidade decorre, portanto, exclusivamente de escolha legislativa e do regulador para atingir objetivos fiscais, evitando-se a dupla tributação.

Não nos parece haver razões jurídicas que justifiquem a ausência de personalidade. Como afirma Ricardo Freitas, trata-se de uma “ficção invertida da pessoa jurídica”.¹²¹ Por essa razão, a ausência de personalidade jurídica não pode ser argumento para se caracterizar os fundos de investimento como sociedades em comum.

Além disso, a consequência de concluirmos ser o fundo uma sociedade em comum nos levaria a aplicar o disposto nos arts. 986 a 990 do CC.

Ocorre que a sociedade em comum é aquela que não tem seus atos inscritos no registro competente. É o que dispõe o art. 986, *in verbis*:

Art. 986. *Enquanto não inscritos os atos constitutivos, rege-se-á a sociedade, exceto por ações em organização, pelo disposto neste Capítulo, observadas, subsidiariamente e no que com ele forem compatíveis, as normas da sociedade simples. (grifos nossos)*

Há aqui uma ideia clara de irregularidade, de falta de cumprimento de formalidades legais.

Os atos constitutivos dos fundos, no entanto, são registrados. Não apenas em cartório de títulos de documentos, como também junto à CVM, nos termos da regulamentação em vigor.

¹²¹ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 157.

Além disso, o art. 988 do CC determina que os sócios são titulares em comum dos bens e dívidas sociais, que constituem patrimônio separado. Conforme já afirmado diversas vezes no presente estudo, os bens do fundo de investimento constituem patrimônio separado, mas é de titularidade do próprio fundo e não dos cotistas em copropriedade. Caso copropriedade ou comunhão em comum o fosse, aceitaríamos mais facilmente a natureza de condomínio atribuída pela lei e pela regulamentação em vigor.

Finalmente, determina o art. 990 do CC que todos os sócios da sociedade em comum respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais.¹²² Apesar de concordarmos que a responsabilidade dos cotistas dos fundos pode não ser limitada ao valor investido, haja vista a possibilidade de perdas superiores ao capital do fundo em virtude, por exemplo, do investimento em instrumentos derivativos, a solidariedade não se aplica. Absurdo seria, ao ingressar num fundo com perfil arrojado, que o investidor tivesse que avaliar o crédito dos demais cotistas para poder vislumbrar o risco dessa solidariedade em caso de necessidade de aporte adicional de recursos. Logicamente, o prejuízo deve ser atribuído aos cotistas na proporção de suas cotas, não se aplicando qualquer solidariedade.

Pelas razões acima expostas, a atribuição, ao fundo de investimento, de natureza de sociedade em comum parece não só não se adequar logicamente ao instituto, como também não satisfazer o objetivo fixado no início do presente tópico, qual seja: o estabelecimento de um arcabouço de normas para aplicação supletiva.

Acreditamos, portanto, que os fundos de investimento tenham natureza associativa, caracterizando-se como uma sociedade tal qual

¹²² “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”.

descrita no Código Civil (art. 981). No entanto, ao contrário de Ricardo Freitas, não acreditamos ser o fundo uma sociedade empresária que, com base no art. 983, é regulada por lei especial.

Trata-se, ao contrário, de uma sociedade simples subordinada às normas que lhe são próprias. Vejamos.

O art. 983 estatui, *in verbis*:

Art. 983. A sociedade empresária deve constituir-se segundo um dos tipos regulados nos arts. 1.039 a 1.092; a sociedade simples *pode* constituir-se de conformidade com um desses tipos, e, *não o fazendo, subordina-se às normas que lhe são próprias.* (grifos nossos)

Parece-nos claro que a utilização de um dos tipos previstos no Código Civil é obrigatória para as sociedades empresárias e facultativa para as sociedades simples. A sociedade empresária é aquela que exerce atividade própria de empresário. Já empresário, nos termos do art. 966 do CC, é aquele que exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou serviços. Verifica-se aqui uma definição um tanto tautológica, mas que consagra a teoria da empresa em detrimento da teoria dos atos do comércio.

Ora, a atividade do fundo é investir recursos em ativos financeiros com o objetivo de lucro. Aliás, exatamente por buscar o lucro dos cotistas, a natureza do fundo não se confunde com uma fundação ou associação. Não se trata de produção de quaisquer bens ou serviços.

Portanto, por todo o exposto, parece-nos mais acertado enquadrar o fundo no âmbito das sociedades simples, que possuem normas próprias, na forma autorizada pelo Código Civil. Por ser *sui generis*, por ser instrumento regulamentado pela CVM, e por ser a cota do fundo um valor mobiliário, devem ser aplicadas supletivamente não apenas as normas constantes no Código Civil, no que não forem conflitantes com a

regulamentação da CVM, como também as demais normas do mercado de capitais, inclusive a Lei das S.A., no que couber, considerando, dessa forma, as normas que lhe são próprias.

2

REGULAÇÃO E AUTORREGULAÇÃO

Fundos de investimento são veículos de investimento coletivo cujas cotas representam parcela do seu patrimônio, sendo definidas como valores mobiliários.¹²³ Os valores mobiliários são objeto de negociação e regulação do mercado de valores mobiliários, também denominado mercado de capitais, o qual integra o mercado financeiro. Portanto, fundos de investimento integram o mercado de capitais.

Cabe-nos, então, conceituar mercado financeiro, mercado de capitais, valor mobiliário e regulação.

2.1 Mercados financeiro e de capitais

Antes de enfrentar propriamente qual o conteúdo da expressão *mercado financeiro*, cabe definir o que vem a ser um *mercado*. Para tanto, vamos nos utilizar da lição de Ivo Waisberg e Gilberto Gornati, que definem mercado como ambiente negocial, não necessariamente físico, de contínua relação de seus integrantes.¹²⁴

Mercado financeiro seria, então, de forma geral e do ponto de vista funcional, como um conjunto de mecanismos voltados para a transferência de recursos entre os agentes econômicos.¹²⁵

Com efeito, em todas as economias capitalistas, há agentes superavitários e agentes deficitários; aqueles que dispõem de recursos e aqueles que necessitam de tais recursos; os doadores e os tomadores. O

¹²³ Cf. art. 2.º, V, da Lei 6.385/1976.

¹²⁴ WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. *Direito bancário – contratos e operações bancárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 34.

¹²⁵ EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977. p. 28.

mercado financeiro cumpre, portanto, a função de mobilização e canalização da poupança nacional.¹²⁶

A partir daí, o gênero mercado financeiro é cindido, dando origem a quatro espécies, ou subsistemas:¹²⁷ o mercado financeiro em sentido estrito ou mercado de crédito, o mercado monetário, o mercado cambial e o mercado de capitais.

O mercado financeiro em sentido estrito seria o mercado bancário ou de crédito, no qual a mobilização da poupança se dá por intermédio de uma instituição financeira, que se coloca entre o detentor e o tomador de capitais. A entidade financeira atua como intermediária, ou seja, ela toma recursos de quem os tem para depois repassá-los a quem deles necessita, atuando como contraparte em cada uma das operações. Por essa razão, Roberto Quiroga Mosquera o denomina de mercado da *intermediação financeira*.¹²⁸

No mercado financeiro em sentido estrito, também chamado de mercado bancário ou de crédito, portanto, as instituições financeiras captam recursos superavitários, em nome próprio, por meio de operações denominadas passivas, e os repassa aos entes deficitários do mercado, em operações ativas. Essa é a atividade típica das instituições financeiras e a remuneração das instituições, em regra, decorre da diferença entre o custo de captação (operações passivas) e a remuneração cobrada no empréstimo dos recursos (operações ativas). Essa diferença¹²⁹ pode ser

¹²⁶ Para Otavio Yazbek, além do financiamento das atividades econômicas acima citado, o mercado financeiro ainda cumpre a função de repartição de riscos. No entanto, o próprio autor reconhece que a função principal do mercado, para a maioria dos autores e das análises, é canalizar recursos financeiros para atividades produtivas (YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 131).

¹²⁷ EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 6.

¹²⁸ MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999. p. 259.

¹²⁹ Jairo Saddi, ao analisar as taxas de juros cobradas dos bancos nos empréstimos, aponta uma série de elementos que compõem a taxa e, portanto, formam o *spread*, como

denominada *spread bancário*. Marcos Cavalcante de Oliveira alerta que não devemos confundir o conceito de juros e *spread*: juro é preço. *Spread* bancário, por sua vez, é a diferença entre os juros cobrados dos empréstimos bancários e o custo do dinheiro para os bancos.¹³⁰

No mercado monetário, também denominado *open market*, são realizadas, pelas autoridades monetárias, operações de curto ou curtíssimo prazo com títulos públicos, com o objetivo de controlar a liquidez na economia.¹³¹

O mercado cambial, por sua vez, é aquele onde são efetuadas operações de compra e venda de moeda estrangeira de curto prazo, com intermediação de instituições financeiras, viabilizando o fluxo de capitais para dentro e para fora do País.

Finalmente, o mercado de capitais, ou mercado de valores mobiliários, seria o mercado da *desintermediação*, em que a mobilização da poupança se dá diretamente entre poupadores e tomadores. Nesse mercado, a entidade financeira apenas figura como interveniente¹³² e os negócios realizados não são creditícios, como no mercado financeiro em sentido estrito, mas de participação, como denominou Fernando Albino.¹³³

Podemos, portanto, conceituar mercado de capitais como o mercado no qual são realizadas as operações de captação de recursos de forma direta entre poupadores e tomadores, mediante a emissão de papéis denominados valores mobiliários.

despesas administrativas, impostos indiretos, custos de inadimplência, imposto sobre a renda e contribuição social sobre o lucro (SADDI, Jairo. *Crédito e judiciário no Brasil: uma análise de direito e economia*. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 159).

¹³⁰ OLIVEIRA, Marcos Cavalcante. *Moeda, juros e instituições financeiras*: regime jurídico. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 361.

¹³¹ EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais...* cit., p. 7.

¹³² MOSQUERA, Roberto Quiroga. Op. cit., p. 260.

¹³³ OLIVEIRA, Fernando Albino de. *Poder regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários*. (Tese de doutoramento). Universidade São Paulo. São Paulo. 1989. p. 28.

2.2 Valores mobiliários

A definição de valores mobiliários, porém, não é tão objetiva. As noções normalmente apresentadas, inclusive na legislação, têm caráter instrumental, de forma a delimitar o campo de atuação do Estado na regulação do mercado de capitais, como se verá adiante.

Nas palavras de Ary Oswaldo Mattos Filho, valores mobiliários são investimentos, a nível associativo, de empréstimo ou a título de especulação, oferecidos ao público e sobre os quais os investidores não têm o controle direto, cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviços, na expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão do título para materialização da relação obrigacional.¹³⁴

Da expectativa de lucro mencionada decorre diretamente a possibilidade de que tal expectativa não venha a se concretizar, ou seja, há, no investimento em valores mobiliários, risco. Não se trata, como ressalva o jurista acima citado, do risco comercial, mas de risco de financiador, estando o investidor “amarrado à sorte do empreendimento, correndo, passivamente, o risco de perda de substância econômica de seu investimento”.¹³⁵

Para Ilene Patrícia de Noronha Najjarian, os requisitos para caracterização dos valores mobiliários seriam: (i) a emissão em massa, (ii) a fungibilidade, (iii) a negociabilidade, (iv) o caráter de investimento e participação, (v) o intuito lucrativo, (vi) o interesse comum dos investidores no sucesso empresarial e (vii) o risco.¹³⁶

¹³⁴ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 24, n. 59, São Paulo: Ed. RT, jul. 1985. p. 49.

¹³⁵ Idem, *ibidem*, p. 45.

¹³⁶ NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. Das ações de sociedades anônimas como originadoras de outros valores mobiliários. In: FINKELSTEIN, Maira Eugênia Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2007. Série GVlaw, p. 147.

A definição de valores mobiliários na lei brasileira sofreu influência do direito francês, em que valores mobiliários tinham um caráter mais restrito, e do direito norte-americano, no qual a definição de valores mobiliários foi construída jurisprudencialmente.

Inicialmente, valores mobiliários não eram conceituados pela lei brasileira e sim listados de forma restritiva. Consistiam em títulos emitidos por sociedades anônimas ou representativos dos direitos sobre tais títulos.

Ao longo dos anos, no entanto, foram sendo acrescentados novos títulos à lista de valores mobiliários, tais como índices representativos de carteira de ações, opções de compra e de venda de valores mobiliários,¹³⁷ notas promissórias emitidas por sociedades por ações, quando destinadas à oferta pública (*commercial papers*),¹³⁸ direitos e recibos de subscrição e certificados de depósito de valores mobiliários,¹³⁹ cotas de fundos de investimento imobiliário,¹⁴⁰ certificados de investimento audiovisuais,¹⁴¹ certificados de recebíveis imobiliários,¹⁴² entre outros.

No entanto, com a edição da Medida Provisória 1.637/1998, reeditada diversas vezes e convertida na Lei 10.198/2001, adotou-se um conceito mais amplo de valores mobiliários, aproximando-se do que, no mercado americano, denomina-se *Howey test*. O teste consiste na construção jurisprudencial norte-americana das características de valores mobiliários, sujeitos à proteção legal.¹⁴³ Os elementos principais do teste são: investimento em dinheiro, empreendimento comum, expectativa de lucro e unicamente dos esforços dos outros. Não obstante serem os elementos que servem de guia, muitas vezes os tribunais flexibilizaram as

¹³⁷ Decreto-lei 2.286/1986.

¹³⁸ Resolução CMN 1.723/1990.

¹³⁹ Resolução CMN 1.907/1992.

¹⁴⁰ Lei 8.668/1993.

¹⁴¹ Lei 8.685/1993 e Decreto 974/1993.

¹⁴² Lei 9.514/1997 e Resolução CMN 2.517/1998.

¹⁴³ EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais...* cit., p. 29 e ss.

características acima, privilegiando a essência sobre a forma ou até descartando alguns elementos, buscando abranger determinadas situações concretas no conceito de valor mobiliário e conferir proteção necessária aos investidores.¹⁴⁴

Dessa forma, desde 2001 são considerados valores mobiliários,

quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.¹⁴⁵

Com a inclusão dos denominados contratos coletivos no conceito de valores mobiliários, conforme descrição acima, a CVM, autoridade reguladora e fiscalizadora do mercado de capitais, passou a ter competência sobre as problemáticas ofertas dos denominados “contratos de boi-gordo”, por meio dos quais o empreendedor tomava recursos junto aos investidores para serem utilizados na aquisição, criação e engorda de bovinos, comprometendo-se a distribuir com os investidores o lucro decorrente da venda dos animais.

Ademais, ainda em 2001, foi editada a Lei 10.303, que alterou o art. 2.º da Lei 6.385/1976, que trazia a lista dos valores mobiliários, ampliando ainda mais o rol dos valores mobiliários sujeitos ao regime do mercado de capitais e a competência da CVM. Foram não só incorporados os contratos de investimento coletivo acima mencionados, que estavam previstos na Lei 10.198/2001, como também foram expressamente incluídos na lista de valores mobiliários os derivativos e as cotas de fundos de investimento.

Apesar de entendermos que o conceito de contrato de investimento coletivo já abrangeria as cotas de fundos de investimento, foi

¹⁴⁴ Idem, p. 50.

¹⁴⁵ Art. 1.º da Lei 10.198/2001.

somente após a entrada em vigor da Lei 10.303/2001 que a CVM passou formalmente a regulamentar os fundos de investimento, independente do lastro de seus ativos. Isso porque, até então, com base no conceito anterior de valores mobiliários e fundamentada em Resoluções do Conselho Monetário Nacional, a competência para regulamentar e fiscalizar os fundos de investimento era dividida entre o Banco Central e a CVM, conforme os ativos integrantes da carteira dos fundos.

Atualmente, o art. 2.º da Lei 6.385/1976, que contém a lista dos valores mobiliários, possui a seguinte redação:

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

- I – as ações, debêntures e bônus de subscrição;
- II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
- III – os certificados de depósito de valores mobiliários;
- IV – as cédulas de debêntures;
- V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
- VI – as notas comerciais;
- VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
- VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
- IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Vale ressaltar que são excluídos do conceito de valores mobiliários os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os

títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeiras, exceto das debêntures.¹⁴⁶

Por fim, Nelson Eizirik nos lembra que, com a edição da Lei 10.303/2001, não caberá mais à CVM e ao CMN a inclusão de qualquer outro valor mobiliário na lista acima por meio da edição de normas regulatórias e infralegais. O caráter flexível adotado passa a ser exaustivo e não mais exemplificativo. Ressalva o jurista, no entanto, que as normas legais e regulamentares baixadas antes da edição da referida Lei 10.303/2001, tanto pela CVM como pelo CMN, permanecem em vigor e os valores mobiliários por elas criados continuam a existir.¹⁴⁷

2.3 Regulação

Regulação é uma das formas de intervenção do Estado na economia.

O grau de intervenção do Estado no âmbito econômico variou ao longo do tempo e nos diversos países capitalistas, conforme a ideologia e os interesses dos grupos detentores do poder.

Primeiramente, as ideias liberais prevaleceram. De acordo com o liberalismo, o Estado deveria permanecer excluído do campo econômico, havendo ampla liberdade para que os agentes e o próprio mercado atuassem e buscassem seus interesses, desenvolvendo-se, por meio da mão invisível do mercado, a doutrina de Adam Smith.¹⁴⁸ Diz-se, assim, que o mercado deve ser livre, com o mínimo de intervenção estatal, sem limitação para atuação dos agentes econômicos.

¹⁴⁶ Art. 2.º, § 1.º, da Lei 6.385/1976.

¹⁴⁷ EIZIRIK, Nelson, et. al. Op. cit., p. 57.

¹⁴⁸ HUNT, E. K.; SHERMAN, Howard J. *História do pensamento econômico*. 25. ed. Petrópolis: Vozes, 2010. p. 69.

Numa economia capitalista de cunho liberal, as normas jurídicas básicas dizem respeito aos direitos de propriedade e aos contratos, com ampla ênfase na vontade dos participantes do mercado, valorizando-se, ainda, os valores de liberdade e igualdade formais perante a lei.¹⁴⁹

Ao longo do tempo, no entanto, verificou-se que a propriedade privada e a autonomia contratual eram inacessíveis a grande parte da população: na prática, não havia igualdade e os trabalhadores começaram a exigir melhores condições de trabalho e efetiva justiça social.

Além disso, a ampla liberdade econômica levou à formação de monopólios, oligopólios e cartéis, que eliminaram a concorrência e criaram barreiras de entrada a novos participantes e iniciativas. Constatou-se que, portanto, a mão invisível do mercado não era suficiente para corrigir as falhas criadas pelo sistema capitalista.

Nesse sentido, os Estados passam a adotar políticas cada vez mais intervencionistas, buscando corrigir as distorções dos mercados, mas se mantendo, ainda, essencialmente liberais.

No entanto, a intervenção estatal para corrigir falhas se mostra insuficiente. O Estado passa, então, a intervir de forma mais incisiva, objetivando a justiça social e o desenvolvimento.

A Revolução Russa, em 1917, inaugura o mais alto grau de intervenção estatal, caracterizada pelo dirigismo da economia, na qual o Estado passa a ser agente centralizador de decisões econômicas.

Os Estados modernos, portanto, vão se posicionar entre esses dois extremos.¹⁵⁰

¹⁴⁹ EIZIRIK, Nelson Laks. Op. cit., p. 18.

¹⁵⁰ BASTOS, Celso Ribeiro. *Comentários à Constituição do Brasil*: promulgada em 5 de outubro de 1988. São Paulo: Saraiva, 1990. vol. 7, p. 4.

Como resposta à depressão econômica na década de 1930, e com base nas teorias de John Maynard Keynes,¹⁵¹ o Estado capitalista, por sua vez, assume um caráter amplamente intervencionista. O Estado passa a atuar na economia, inclusive sustentando a demanda. As políticas do *new deal* norte-americano, implementadas por *Franklin Roosevelt*, e as nações europeias que adotam a política do bem-estar social (*welfare state*) são exemplos da franca intervenção do Estado na economia. A mão invisível do mercado é substituída pela mão visível do Estado, especialmente no tocante à edição de leis e regulamentos.

Nesse cenário, em 1933 e 1934, surgem as leis norte-americanas de mercado de capitais.¹⁵²

Os Estados capitalistas mantiveram suas políticas intervencionistas com o objetivo de manter a igualdade social, desenvolver a infraestrutura e fomentar regiões menos desenvolvidas até a década de 1980.

Ocorre que o excesso de gastos públicos com as referidas políticas tornou o modelo insustentável. Os Estados não tinham mais capacidade de manter os investimentos e tornava-se necessário repensar o papel do Estado na economia.

Inaugura-se, aí, o neoliberalismo, caracterizado por uma gradativa substituição do Estado na economia pela iniciativa privada. Porém, ao contrário do período liberal, no ideal neoliberal

há consciência de que o mercado é impossível sem uma legislação que o proteja e uma vigorosa racional intervenção, destinada a assegurar sua existência e preservação; de que os postulados da racionalidade dos comportamentos individuais, do ajuste espontâneo das preferências e da

¹⁵¹ HUNT, E. K.; SHERMAN, Howard J. Op. cit., p. 191.

¹⁵² Referimo-nos ao *Securities Act*, de 1933, e ao *Securities and Exchange Act*, de 1934, ambos tratados no item 1.1.3.2.

harmonia natural dos interesses particulares do interesse geral são insuficientes; de que os fenômenos de dominação desnaturam o mercado.¹⁵³

Nos termos acima descritos, conclui Zanotta, o Estado deve intervir no domínio econômico não somente para suprir falhas dos mercados, mas, sobretudo, para promover o desenvolvimento harmônico e integrado da sociedade.¹⁵⁴

Para Eros Roberto Grau,¹⁵⁵ as formas de intervenção do Estado no domínio econômico podem ser classificadas de acordo com as seguintes modalidades:

(i) *intervenção por absorção ou participação*: modalidade de atuação do Estado no processo econômico, como agente econômico, que ocorre quando o Estado assume integralmente (monopólio) ou participa do capital de unidade econômica que detém controle patrimonial dos meios de produção e troca de determinado setor, em competição com empresas privadas;

(ii) *intervenção por direção*: modalidade de atuação do Estado sobre o processo econômico, que ocorre quando a organização estatal exerce pressão sobre a economia, estabelecendo mecanismos e normas de comportamento compulsório para os sujeitos da atividade econômica. Atua como regulador. As normas e determinações do CMN, do Bacen e da CVM são exemplos de intervenção por direção;

(iii) *intervenção por indução*: também modalidade de atuação do Estado sobre o processo econômico, que ocorre quando o Estado passa a

¹⁵³ GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*. 7. ed. São Paulo: Malheiros, 2008. p. 129.

¹⁵⁴ ZANOTTA, Alexandre. *Regulação e auto-regulação no mercado de capitais brasileiro*. São Paulo: 2005. Dissertação (Mestrado em Direito), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. p. 47.

¹⁵⁵ GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. 14. ed. São Paulo: Malheiros, 2010. p. 147.

manipular o instrumental de intervenção em consonância e na conformidade das leis que regem o funcionamento do mercado, não sendo seu cumprimento obrigatório juridicamente.

Regulação é, portanto, a intervenção do Estado no domínio econômico por direção.

Para Otavio Yazbek, regulação é entendida como a

efetiva atividade estatal, ou seja, como atividade exercida por órgãos públicos, incidente sobre as relações privadas e corporificada em um amplo conjunto de atos de regulamentação e de execução que incidem sobre a possibilidade de acesso dos agentes privados ao mercado e o regulem de sua atuação, assim como a própria estrutura do mercado.¹⁵⁶

Há regulação econômica quando a mercabilidade de possíveis objetos de troca ou a liberdade dos possíveis contratantes estiver materialmente limitada. Essa é a definição de Nelson Eizirik:

Não são considerados instrumentos de regulação as normas jurídicas que estabelecem os direitos de propriedade e as relações contratuais, quando o mercado for livre. Nessa hipótese de mercado livre, as normas fixam os direitos de propriedade, protegem o direito do proprietário, mas não estabelecem qualquer limitação ao exercício desse direito. Uma norma limitando o direito de dispor de determinados bens já seria uma norma reguladora. Com relação aos contratos, na hipótese do mercado livre, as normas jurídicas fixam basicamente não só as condições pelas quais a relação passa a ser obrigacional (jurídica), mas também as consequências do inadimplemento da obrigação pactuada. Não estabelecem, porém, qualquer exigência com relação ao conteúdo dos contratos (preços, cláusulas obrigatórias, proteção a determinadas categorias de indivíduos, etc.). Uma norma limitando a autonomia de vontade das partes, já constitui, tipicamente, uma norma reguladora.¹⁵⁷

¹⁵⁶ YAZBEK, Otavio. Op. cit., p. 182.

¹⁵⁷ EIZIRIK, Nelson Laks. Op. cit., p. 19.

A regulação se materializa por meio de normas jurídicas, que, como visto, limitam a atuação dos participantes do mercado, expressando intervenção do Estado. Ainda segundo referido autor, as normas jurídicas reguladoras podem ser classificadas como normas de acesso à atividade econômica e normas de exercício da atividade econômica, tendo uma feição instrumental, visto que servem a determinadas finalidades de política econômica.¹⁵⁸

A regulação envolve a edição de normas, por alguns denominada regulamentação, a fiscalização de seu cumprimento e o poder de coerção ou sanção.

Em princípio, a razão de ser da regulação de determinado mercado, ao minimizar suas falhas e deficiências, é o interesse público, e o custo de sua implantação não deve ser superior aos benefícios que ela possibilita.

Ocorre que essa conclusão considera apenas uma das vertentes da teoria da regulação. Não podemos deixar de considerar, no entanto, linha de argumentação que justifica a regulação por meio da denominada “teoria da captura”, segundo a qual as agências reguladoras e a regulação buscam deliberadamente atender a grupos de interesse organizados, de forma a maximizar seus interesses. Segundo essa teoria, ao longo do tempo as agências reguladoras e sua atuação são capturadas pelos agentes das indústrias reguladas para exercer *lobby* sobre os processos de elaboração e aplicação da lei. A captura surge principalmente quando os beneficiários pela regulação são difusos, enquanto os prejudicados são concentrados.¹⁵⁹

A captura, no caso da regulação dos mercados de capitais, poderia, ainda, ocorrer pelo próprio governo, quando há um grande número

¹⁵⁸ EIZIRIK, Nelson Laks. Op. cit., p. 23.

¹⁵⁹ EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais...* cit., p. 15.

de companhias abertas sob controle estatal, ou por populismo minoritário.¹⁶⁰

Já no tocante aos seus objetivos, a regulação do mercado de capitais, sob o ponto de vista do interesse público, deve buscar a proteção dos investidores, a promoção da eficiência do mercado, a criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas, evitar a concentração de poder econômico e impedir situações de conflito de interesse.¹⁶¹ Para atingir seus objetivos, a regulação do mercado de capitais atua em três campos: a regulação de condutas, a regulação prudencial e a regulação sistêmica.¹⁶²⁻¹⁶³

O objetivo fundamental da regulação do mercado de capitais no Brasil e em outras jurisdições é a proteção dos investidores que aplicam seus recursos em valores mobiliários. Dessa proteção decorre a necessidade de confiança que os investidores devem ter nos emissores, custodiantes e intermediários. Os investidores devem ter total clareza dos riscos envolvidos nos investimentos, especialmente para poderem avaliá-los em relação ao retorno esperado. Devem acreditar que as instituições participantes do mercado são sólidas financeiramente e que as informações recebidas são verdadeiras e completas. Para atingir a proteção dos investidores, basicamente se lança mão de normas que regulam a conduta dos emissores e intermediários.¹⁶⁴

Dessa forma, são exigidas informações mínimas, que devem ser amplamente divulgadas, além de coibirem-se condutas ilegais ou abusivas por parte dos administradores e controladores das companhias abertas, bem como a manipulação de mercado por parte dos intermediários, impedir

¹⁶⁰ EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais...* cit., p. 16.

¹⁶¹ Idem, *ibidem*, p. 18.

¹⁶² YAZBEK, Otavio. Op. cit., p. 217.

¹⁶³ Para Otavio Yazbek, devemos acrescentar a implementação de políticas públicas aos objetivos da regulação, que não serão analisadas neste trabalho (YAZBEK, Otavio. Op. cit., p. 184).

¹⁶⁴ EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais...* cit., p. 18.

a discriminação entre clientes, eliminar conflitos de interesse e promover tratamento adequado às necessidades dos clientes.¹⁶⁵

Já a eficiência do mercado está relacionada à formação dos preços dos ativos, de forma a tornar mais eficiente e racional a tomada de decisão dos investidores e participantes do mercado. Para atingir esses objetivos, a regulação exige a divulgação de informações e reprime o *insider trading*. Deve, ainda, regular a conduta dos participantes do mercado, de forma a reduzir os custos de transação da transferência dos títulos entre os participantes.

Para manter instituições sólidas e competitivas, são utilizadas regras prudenciais, que estabelecem limites de capital mínimo para que instituições operem no mercado, assim como disciplinam a qualificação mínima dos profissionais que nele atuam.

Finalmente, a regulação deve evitar a concentração de poder econômico, que coincide com o objetivo de manter instituições sólidas e competitivas, cuja principal finalidade é reduzir os custos de transação entre os investidores, especialmente no mercado secundário. Os conflitos de interesse são evitados por meio de regras específicas ou *disclosure*.¹⁶⁶

Como se vê, um dos princípios sobre o qual se alicerça a regulação deve ser o *full disclosure*, segundo o qual os investidores são livres para tomar suas decisões de investimento com base em informações disponíveis no mercado. Se quiserem ser tolos, têm esse direito, afirma Maria Isabel Bocater,¹⁶⁷ mas devem ter à sua disposição informações que reflitam, com fidedignidade e precisão, a situação financeira e patrimonial

¹⁶⁵ EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais...* cit., p. 20.

¹⁶⁶ Idem, *ibidem*, p. 22.

¹⁶⁷ BOCATER, Maria Isabel do Prado. O exercício do poder de polícia e regulador da CVM – aperfeiçoamentos recentes. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999. p. 211.

das companhias emissoras e as características dos valores mobiliários ofertados.

Cabe lembrar, como faz Julio Dubeux,¹⁶⁸ que a Lei 6.385/1976 refere-se aos mesmos fins, apesar de utilizar-se de outras palavras. Nesse sentido, os objetivos da CVM, elencados no art. 4.º da referida lei, são: estimular a formação de poupança e a sua aplicação em valores mobiliários; promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas ou de administradores de carteira de valores mobiliários; c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários.

Estabelecidos suas razões e objetivos, cumpre-nos voltar à definição de regulação, especialmente quanto ao exercício das atividades que a integram (editar a regra, assegurar a aplicação e reprimir infrações) pelo Poder Executivo, para uma pequena digressão.

A atribuição estabelecida em lei (na Lei 6.385/1976, especialmente) ao Poder Executivo para regular o mercado de capitais, por meio da CVM, seria uma espécie de delegação de Poder Legislativo? Seria

¹⁶⁸ DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2006. p. 34.

o exercício desse poder regulamentar do Poder Executivo uma afronta ao princípio de separação dos Poderes consagrado por Montesquieu, e elevado ao *status* de cláusula pétrea na nossa Constituição, nos termos do § 4.º de seu art. 60?

Primeiramente, conforme lições de Eros Grau, devemos ter em mente que a denominada tripartição dos Poderes, consagrada em nossa Constituição, na verdade é, não uma *separação* dos Poderes, mas um *equilíbrio* entre eles.¹⁶⁹

Além disso, regulação é exercício de função normativa pelo Poder Executivo. Não decorre de uma delegação de função legislativa, mas o Poder Executivo, ao editar regulamentos, fica sujeito a limitações decorrentes da atribuição outorgada por lei.

Para distinguir função normativa de função legislativa, usaremos as palavras de Alexandre Zanotta, *in verbis*:

Compete privativamente ao Poder Legislativo apenas a função legislativa, espécie de função normativa. É nessa função legislativa, que corresponde à lei em sentido formal, que não pode ser delegada, exceto nos casos explicitamente previstos na Constituição. Ao Poder Executivo, por sua vez, cabe a edição de regulamentos, de acordo com sua função regulamentar, como forma de intervenção do Estado no domínio econômico, podendo conter preceitos abstratos e genéricos que inovem a ordem jurídica e criem direitos e obrigações aos particulares. Importante frisar que o exercício de função regulamentar, pelo Executivo, não decorre de uma delegação de função legislativa, mas sim de diferentes espécies do gênero função normativa.¹⁷⁰

A própria Constituição admite o exercício desse poder regulamentar e normativo, conforme se depreende do art. 49 e seus incs. V e XI, a seguir transcritos:

¹⁶⁹ GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto...* cit., p. 246.

¹⁷⁰ ZANOTTA, Alexandre. Op. cit., p. 53.

Art. 49. É da competência exclusiva do Congresso Nacional:

(...)

V – sustar os atos normativos do Poder Executivo que exorbitem do poder regulamentar ou dos limites de delegação legislativa;

(...)

XI – zelar pela preservação de sua competência legislativa em face da atribuição normativa dos outros Poderes.

E, para concluir o raciocínio, citamos Fernando Albino, que ensina:

Fica claro que o poder regulamentar não constitui delegação legislativa, tal como antes entendida, pois não se trata de atribuir ao Poder Executivo matéria reservada ao Legislativo, mas de incumbir àquele a tarefa de execução da administração pública, dentro dos limites e para os fins colimados pela lei, para o que, respeitada a ordem jurídica global, pode ele expedir regulamento.¹⁷¹

Conclui-se que é perfeitamente constitucional o exercício de função normativa pelo Poder Executivo, no seu papel de agente regulador da economia.

Feita essa rápida digressão acerca da constitucionalidade do exercício da regulação pelo Poder Executivo, tratemos dos aspectos constitucional, legal e regulatório do mercado de capitais e, mais especificamente, daquele no qual se inserem os fundos de investimento.

A Constituição Federal dedica seu Título VII à Ordem Econômica e Financeira. Não obstante o questionamento de alguns autores sobre matéria relativa à ordem econômica ser ou não próprio da Constituição ou o Título de que ora se trata constituir uma “Constituição Econômica”, assim como a “Constituição Política”,¹⁷² o que os Capítulos e respectivos artigos

¹⁷¹ OLIVEIRA, Fernando Albino. Op. cit., p. 135.

¹⁷² BASTOS, Celso Ribeiro. *Comentários à Constituição do Brasil...* cit., p. 5 e ss.; DUBEUX, Julio Ramalho. Op. cit., p. 25.

constitucionais nos trazem são os princípios constitucionais que nortearão a atividade econômica e como esta se estrutura.

O art. 170 estabelece:

Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre-iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

I – soberania nacional;

II – propriedade privada;

III – função social da propriedade;

IV – livre concorrência;

V – defesa do consumidor;

VI – defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; (Redação dada pela EC 42/2003)

VII – redução das desigualdades regionais e sociais;

VIII – busca do pleno emprego;

IX – tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País. (Redação dada pela EC 6/1995)

Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei.

Da leitura do artigo acima, identificamos que a Constituição elege o capitalismo como modelo de produção que vigeará no Brasil, uma vez que a valorização do trabalho humano e a livre-iniciativa são típicas desse sistema e inexistentes em um sistema socialista, de direção centralizada.

No entanto, ao longo do artigo perfilam-se princípios de cunho liberal e outros de cunho intervencionista. Trata-se, como visto acima, de nova ordem dos Estados capitalistas modernos, que não rejeitam

intervenção como forma de corrigir falhas e promover políticas públicas. Como afirma Eros Grau, trata-se de uma Constituição dirigente.¹⁷³

Vale lembrar a importância dos princípios jurídicos, que constituem “a expressão primeira dos valores fundamentais expressos pelo ordenamento jurídico, informando materialmente as demais normas (fornecendo-lhes a inspiração para o recheio)”.¹⁷⁴

Assim, toda a interpretação das regras constitucionais deverá se pautar e direcionar pelos princípios consagrados no artigo supratranscrito.

O sistema financeiro nacional, por sua vez, do qual faz parte o mercado de capitais, encontra-se tratado em capítulo próprio, tendo-lhe sido dedicado um artigo específico.

Na realidade, constituiu uma novidade a Constituição ter dedicado um capítulo inteiro ao sistema financeiro nacional.¹⁷⁵ De fato, até a promulgação da Constituição de 1988, nossas constituições não privilegiaram o assunto, tendo sido tratado sempre por leis infraconstitucionais e atos administrativos a elas subordinados.

O art. 192 da CF dispõe:

Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram. (Redação da EC 40/2003)

¹⁷³ GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988...* cit., p. 174.

¹⁷⁴ ROTHENBURG, Walter Claudius. *Princípios constitucionais*. 2. tir. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2003. p. 16.

¹⁷⁵ BASTOS, Celso Ribeiro. *Comentários à Constituição do Brasil...* cit., p. 350.

O artigo acima transcrito estabelece os princípios que devem nortear o sistema financeiro, quais sejam: (i) a promoção do desenvolvimento equilibrado do País; e (ii) a proteção dos interesses da coletividade.

Além disso, determina que as matérias relativas ao sistema financeiro nacional serão regidas por leis complementares. Na verdade, o artigo em comento sofreu profunda modificação em sua redação original quando da edição da Emenda Constitucional 40, de 29 de maio de 2003, a qual alterou, dentre outros artigos, o *caput* do art. 192 e excluiu seus incisos. Referidos incisos traziam uma lista de matérias que deveriam ser tratadas por lei complementar, dentre as quais as autorizações para funcionamento de instituições financeiras, de seguro, previdência e capitalização. Entre os seus parágrafos, havia, ainda, uma limitação dos juros reais a 12% ao ano, cuja aplicação, segundo jurisprudência do Supremo Tribunal Federal, já havia sido condicionada à edição da dita lei complementar.¹⁷⁶

O que ocorre é que, ao tempo da promulgação da atual Constituição, já vigoravam leis que tratavam do sistema financeiro. Referidas leis foram *recepcionadas* pela atual Constituição, tendo, atualmente, *status* de leis complementares.¹⁷⁷

Por recepção, entende-se o fenômeno jurídico constitucional que consiste na permanência em vigor de toda a legislação infraconstitucional nascida sob a égide das Constituições anteriores e que não seja incompatível com a Constituição atual. Celso Bastos, definindo o processo como novação, descreve o fenômeno como um “processo abreviado de normas jurídicas, pelo qual a nova Constituição adota as leis já existentes,

¹⁷⁶ Vide Súmula Vinculante 7 do STF e precedente representativo indicado: “A norma do § 3.º do artigo 192 da Constituição, revogada pela Emenda Constitucional n.º 40/2003, que limitava a taxa de juros reais a 12% ao ano, tinha sua aplicação condicionada à edição de Lei Complementar” (Disponível em: <<http://www.stf.jus.br/portal/jurisprudencia/menuSumario.asp?sumula=1205>>. Acesso em: mar. 2014).

¹⁷⁷ BASTOS, Celso Ribeiro. *Comentários à Constituição do Brasil...* cit., p. 358 e ss.

com ela compatíveis, dando-lhes validade, e, assim, evita o trabalho quase impossível de elaborar uma nova legislação de uma dia para o outro”. E conclui que não se trata de uma lei idêntica, apesar de seu conteúdo, pois seu fundamento de validade foi alterado.¹⁷⁸

Portanto, as normas infraconstitucionais já existentes à época da promulgação da Constituição, que eram com ela compatíveis e que tratavam do mercado financeiro, atualmente são tratadas como leis complementares, nos termos do art. 192.

Dentre as referidas leis, destacamos as seguintes: (i) Lei 4.595/1964, que dispõe sobre a política e instituições monetárias, bancárias e creditícias, tendo criado, entre outros órgãos, o Conselho Monetário Nacional (“CMN”) e o Banco Central do Brasil (“Bacen”); (ii) Lei 4.728/1965, que trata do mercado de capitais; (iii) Lei 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de capitais e cria a Comissão de Valores Mobiliários; e (iv) Lei 6.404/1976, a Lei das Sociedades por Ações.

Atualmente, o sistema financeiro nacional, consagrado no referido art. 192, é constituído pelos seguintes conselhos e órgãos: (i) Conselho Monetário Nacional – CMN, tendo como órgãos (a) o Banco Central do Brasil – BCB e (b) a Comissão de Valores Mobiliários – CVM; (ii) Conselho Nacional de Seguros Privados – CNSP, tendo como órgão subordinado a Superintendência de Seguros Privados – Susep; (iii) Conselho de Gestão da Previdência Complementar, tendo como órgão subordinado a Superintendência Nacional de Previdência Complementar – Previc. Além dos órgãos citados, ainda fazem parte do sistema financeiro nacional as instituições financeiras (captadoras de depósito e demais instituições), bancos de câmbio, outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros, as bolsas de valores e de mercadorias e futuros, as resseguradoras, as sociedades seguradoras, as

¹⁷⁸ BASTOS, Celso Ribeiro. *Curso de direito constitucional*. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 1999. p. 78.

sociedades de capitalização, as entidades abertas de previdência complementar e as entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão).¹⁷⁹

Tendo em vista que o presente trabalho pretende investigar apenas o âmbito de regulação do mercado de capitais, no qual se desenvolvem as atividades relacionadas aos fundos de investimento, nos deteremos apenas sobre os conselhos, órgãos e entidades submetidos ao Conselho Monetário Nacional e à Comissão de Valores Mobiliários.

Em linhas gerais, podemos dizer que atualmente o CMN e o Bacen são responsáveis por regular o mercado que denominamos no item 1.4.1 de “mercado financeiro em sentido estrito” ou mercado da intermediação.

Originalmente, no entanto, inclusive quando da edição da Lei 4.728, em 14 de julho de 1965, o Bacen e o CMN também tinham como responsabilidade a disciplina do mercado de capitais, cumulando funções de fiscalização e regulação tanto do mercado financeiro (em sentido estrito) como do mercado de capitais.

Tendo em vista o objeto do presente estudo, vale lembrar que os arts. 49 e 50 da Lei 4.728/1965 tratam dos fundos de investimento e das sociedades que os administram.

Dez anos depois da edição da Lei 4.728/1965, como resposta à crise deflagrada no mercado em 1971, iniciada em 1968 como decorrência do milagre brasileiro, ficou evidente a necessidade de aperfeiçoamento dos mecanismos de controle, fiscalização e informações relativos aos mercados de capitais. Comprovou-se, ainda, a incapacidade do Bacen para

¹⁷⁹ Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP>>.

desempenhar de forma eficaz as funções de controlar e fiscalizar todos os aspectos relacionados aos mercados financeiro e de capitais.¹⁸⁰

Nesse contexto, foi editada a Lei 6.385/1976, alterada pela Lei 10.303/2001, por meio da qual se criou a Comissão de Valores Mobiliários (a “CVM”).

Desse modo, optou-se por dividir a atribuição de regulação do sistema financeiro entre duas entidades reguladoras distintas, cabendo ao Bacen regular o sistema financeiro, bancário e creditício, e à CVM regular o mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários.¹⁸¹ O CMN era o órgão superior dos dois mercados, ditando as políticas a serem observadas tanto pela CVM como pelo Bacen.

Esse modelo regulatório, como nos ensina Julio Dubeux,¹⁸² inspirou-se no modelo norte-americano de regulação. Nelson Eizirik, em obra anterior à criação da CVM e com base nas discussões da época, já comparava a CVM à *Securities and Exchange Commission* (“SEC”) norte-americana, apesar de sua atuação mais limitada, especialmente em virtude de sua subordinação ao CMN e ao Ministério da Fazenda (conforme discussões da época).¹⁸³

No entanto, após as alterações da Lei 6.385/1976 promovidas pelas Leis 9.457/1997, 10.303/2001, 10.411/2002¹⁸⁴ e pelo Decreto 3.995/2001,¹⁸⁵ a CVM passou à condição de entidade autárquica em

¹⁸⁰ ZANOTTA, Alexandre. Op. cit., p. 30.

¹⁸¹ DUBEUX, Julio Ramalho. Op. cit., p. 35.

¹⁸² Idem, ibidem, p. 38.

¹⁸³ EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais...* cit., p. 130.

¹⁸⁴ Conversão da Medida Provisória 8, de 2001.

¹⁸⁵ Para Julian Chediak, o Decreto 3.995 seria inconstitucional. A inconstitucionalidade não decorre do fato de um decreto alterar uma Lei, uma vez que a Emenda Constitucional 32 determinou que compete *privativamente* ao Presidente da República dispor sobre a organização e o funcionamento da administração federal, mas sim em virtude de algumas matérias contidas no decreto extrapolarem mencionadas matérias e atribuírem obrigações a particulares (CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. A reforma do mercado de valores

regime especial, com *status* de agência reguladora,¹⁸⁶ 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.

Sem dúvida alguma, as alterações mencionadas fortaleceram institucionalmente a CVM, especialmente trazendo maior independência a seus diretores e presidente, que não podem mais ser demitidos por ato do Poder Executivo. Além disso, as receitas decorrentes da cobrança das taxas de fiscalização decorrentes do poder de polícia da CVM passaram a pertencer à própria CVM e custear suas atividades.

Não obstante, tal independência pode ser questionada em virtude da possibilidade de recursos das decisões da CVM ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional,¹⁸⁷ conhecido como Conselhinho, que é um órgão do Ministério da Fazenda. Além disso, como lembra Marcelo Trindade,¹⁸⁸ não foram alteradas as atribuições do CMN, especialmente para “definir a política a ser observada na organização e funcionamento do mercado de valores mobiliários” e “fixar a orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições”. Trata-se, portanto, de independência relativa.

À CVM compete, portanto, regular o mercado de capitais. Dessa forma, o balizador de suas competências reside no conceito de valor mobiliário, tratado anteriormente. Nos termos do art. 1.º da Lei 6.385/1976, são disciplinadas e fiscalizadas as seguintes atividades no mercado de valores mobiliários: a emissão e distribuição de valores mobiliários e a sua

mobiliários. In: LOBO, Jorge et al (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 528).

¹⁸⁶ EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais...* cit., p. 243.

¹⁸⁷ Criado pelo Decreto 91.152/1985.

¹⁸⁸ TRINDADE, Marcelo F. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002. p. 307.

negociação e intermediação; a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores e de Mercadorias e Futuros; a administração de carteiras; a custódia de valores mobiliários; a auditoria das companhias abertas e os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

A CVM, no exercício da regulação do mercado de capitais, edita normas e fiscaliza seu cumprimento, instaurando processos e punindo descumprimentos. Exerce, portanto, função normativa e fiscalizadora, aí incluídas a supervisão e a aplicação de sanções.

Ademais, tendo em vista que as cotas de fundos de investimento são, nos termos definidos pelo inc. 5.º do art. 2.º da Lei 6.385/1976, valores mobiliários, cabe à CVM a competência para regular os fundos.

Conforme mencionado no item 1.1, até a edição da Lei 10.303/2001¹⁸⁹ a competência acerca da regulação dos fundos de investimento era dividida entre o Bacen e a CVM, conforme os ativos que compunham as carteiras dos mencionados fundos.

Dessa forma, fundos cujos investimentos se davam preponderantemente em títulos públicos e títulos de emissão das instituições financeiras (que podemos resumir como “fundos de renda fixa”) eram regulados pelo Bacen e fundos cujos investimentos se davam preponderantemente em valores mobiliários, nos termos da regulação que vigorava à época (que podemos denominar como “fundos de renda variável”), eram regulados pela CVM.

¹⁸⁹ Não obstante a já mencionada polêmica decorrente da classificação das cotas dos fundos como valores mobiliários desde a edição da MP 1.637/1998, adotaremos a posição pacífica, reconhecida inclusive pelos órgãos reguladores dos mercados financeiro e de capitais, de que a competência da CVM para regular os fundos foi instituída a partir da Lei 10.303.

Em virtude da alteração promovida na Lei 6.385/1976¹⁹⁰ e com fundamento nela, o Bacen e a CVM editaram a Decisão Conjunta 10, de 2 de maio de 2002, por meio da qual ambas as entidades declararam formalmente a competência da CVM para a regulação dos fundos de investimento, instituindo um grupo de trabalho para celebração de convênio cujo objetivo era estabelecer procedimentos e prazos a serem adotados pelas duas entidades em decorrência da nova redação da Lei 6.385/1976 pela Lei 10.303/2001.

A Decisão Conjunta mencionada determinava que deveriam ser estabelecidos procedimentos e prazos, especificamente no tocante:

(i) ao intercâmbio de dados e informações a ser mantido pelas duas autarquias, no âmbito dos mercados financeiro e de capitais, inclusive relativamente às operações realizadas em Bolsas de Mercadorias e de Futuros e em entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários;

(ii) ao exercício da fiscalização das atividades dos fundos de investimento que eram, até então, regulados pelo Bacen;

(iii) à manifestação prévia do Bacen a respeito de normas a serem editadas pela CVM, sempre que relacionadas às regras prudenciais aplicáveis aos mercados de derivativos, às Bolsas de Mercadorias e de Futuros, às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários e aos fundos de investimento regulados pelo Bacen, que tenham reflexos na condução das políticas monetária, cambial e creditícia e na atuação das instituições financeiras e demais por ele autorizadas a funcionar;

¹⁹⁰ Além das alterações promovidas pela Lei 10.303/2001, a Lei 6.385/1976 também foi alterada pela Lei 10.411/2002, tanto em relação à organização da CVM como quanto à competência da CVM, especialmente no tocante às Bolsas de Valores. Trataremos apenas das alterações atinentes aos fundos de investimento, promovidas pela 10.303/2001.

(iv) à manifestação prévia da CVM a respeito de normas a serem baixadas pelo Bacen que tenham reflexos no mercado de valores mobiliários e na atuação das instituições do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Cerca de um ano após a edição da referida Decisão Conjunta, a CVM publicou a Deliberação 461, de 22 de julho de 2003, que merece ser transcrita, *in verbis*:

Considerando o novo conceito de valor mobiliário consagrado no art. 2.º, inciso IX, da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, com redação dada pela Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001;

Considerando que, em razão deste novo conceito de valor mobiliário, as cotas de fundos de investimento passaram a ser classificadas como valores mobiliários, inclusive as cotas dos fundos de investimento anteriormente regulados pelo Banco Central do Brasil;

Considerando que, a partir desta nova definição de valor mobiliário, a CVM passou a regular e fiscalizar os fundos de investimento financeiro, os fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento e os fundos de investimento no exterior que eram regulados pelo Banco Central do Brasil;

Considerando questionamentos feitos a respeito desse novo conceito de valor mobiliário e sua aplicação à regulamentação já editada pela CVM e pelo Banco Central do Brasil ao regularem, nas suas esferas de competência, os fundos de investimento, notadamente quanto aos ativos que podem compor suas carteiras e à possibilidade de investimento e negociação;

Deliberou esclarecer ao mercado que:

I – ressalvadas as hipóteses de previsão ou restrição específica, as referências a valores mobiliários nos normativos da CVM que tratam de fundos de investimento englobam as cotas de fundo de investimento, as cotas de fundo de fundos de investimento e os demais valores mobiliários previstos em lei ou assim definidos pela CVM;

II – o entendimento disposto em I acima também se aplica aos fundos de investimento financeiro e demais modalidades de fundos, cuja regulação expedida pelo Banco Central do Brasil foi recepcionada pela CVM.

Finalmente, em 18 de agosto de 2004, a CVM editou a Instrução 409, que consolidou as normas que tratam dos fundos de investimento, regulando tanto os fundos que anteriormente estavam sob supervisão do Bacen quanto os fundos que já eram da competência da CVM.

Após diversas alterações editadas ao longo dos anos,¹⁹¹ atualmente a Instrução 409/2004¹⁹² ainda é a norma que trata dos fundos de investimento, sua constituição, funcionamento, administração e divulgação de informações, sendo a norma que mais detalhadamente trata da matéria e, por isso, a mais importante.¹⁹³

2.4 Autorregulação

Autorregulação é a regulação organizada pelos próprios participantes de determinado mercado. Ou seja, os membros, organizados em associações ou sociedades de natureza privada, são responsáveis pela edição de normas destinadas a regular o exercício de suas atividades, pela fiscalização ao cumprimento de tais normas e pela imposição de penalidades para as irregularidades praticadas. Assim, em vez de haver uma intervenção direta do Estado nos negócios dos participantes do mercado, sob a forma de regulação, estes se autopoliciam no cumprimento dos deveres legais e dos padrões éticos consensualmente aceitos.¹⁹⁴

Trata-se, portanto, de uma regulação privada, ou seja, extraestatal, das atividades econômicas de um determinado mercado, decorrente da coletividade, que impõe uma ordem, um conjunto de regras

¹⁹¹ Instruções CVM 411/2004, 413/2004, 450/2007, 456/2007, 465/2008, 512/2011, 522/2012, 524/2012 e 536/2013.

¹⁹² Em 30 de junho de 2014, a CVM publicou o Edital de Audiência Pública 04/2014, propondo uma nova regra sobre fundos de investimento, que substituirá a Instrução 409/2004.

¹⁹³ Esclareça-se que a importância mencionada não decorre da hierarquia, obviamente inferior à menção aos fundos na Lei 4.728/2065 e na Lei 6.385/1976, mas da efetiva regulamentação da matéria.

¹⁹⁴ EIZIRIK, Nelson. Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários. *Questões de direito societário e mercado de capitais*, Rio de Janeiro: Forense, 1987, p. 130.

ou procedimentos a seus membros.¹⁹⁵ Otavio Yazbek resume bem o conceito de autorregulação como “um arranjo especial para o desenvolvimento das atividades regulatórias”.¹⁹⁶

Dentre as principais vantagens da autorregulação em relação à regulação estatal, podemos citar a maior proximidade dos autorreguladores com o mercado regulado, com conhecimento vivido das possíveis fraudes praticadas e especialização técnica, o que permite uma atuação mais rápida e eficaz, bem como o fato de os custos decorrentes da autorregulação recaírem sobre os membros do mercado autorregulado.¹⁹⁷

Vale mencionar, ainda, que, uma vez que as normas são criadas com a participação dos membros do mercado, há uma maior aceitação e observância das regras estabelecidas, o que aumenta a eficácia. Finalmente, as normas autorreguladoras são mais flexíveis e adequadas ao mercado regulado.

Por outro lado, a principal desvantagem da autorregulação é o potencial conflito de interesse entre a entidade autorreguladora e os participantes regulados. Com efeito, são os próprios participantes que estabelecem as regras e aplicam sanções. Assim, há possibilidade de a entidade atuar de forma menos rigorosa, de modo a não prejudicar seus membros. A mitigação dessa desvantagem se dá por meio da criação de entidades autorreguladoras separadas das entidades que congregam os membros ou pela criação de órgãos ou conselhos compostos por pessoas independentes.

¹⁹⁵ YAZBEK, Otavio. Op. cit., p. 209.

¹⁹⁶ Idem, ibidem.

¹⁹⁷ EIZIRIK, Nelson. Regulação e auto-regulação... cit., p. 130.

A autorregulação pode ser classificada em dois tipos: legal ou pública, de um lado, e voluntária ou privada, de outro, conforme haja ou não lei que determine o exercício da autorregulação pela coletividade com relação a dado mercado.

Diz-se que autorregulação é legal ou pública quando imposta por lei aos participantes daquele mercado, tendo submissão coativa, com estrutura que contenha alguma espécie de sanção estatal, sendo, por isso, obrigatória.¹⁹⁸ O melhor exemplo desse tipo é a autorregulação exercida pelas Bolsas de Valores no Brasil.

Com fundamento no § 1.º do art. 8.º e no parágrafo único do art. 17, ambos da Lei 6.385/1976, as Bolsas de Valores e de Mercadorias e Futuros devem exercer a fiscalização de seus membros como órgãos auxiliares da CVM. Fábio Konder Comparato chegou a definir as Bolsas como associações civis que exercem um serviço público.¹⁹⁹

Atualmente, após o processo de desmutualização das Bolsas e a abertura de capital, a BSM é responsável pela autorregulação referida no parágrafo anterior. Trata-se de uma associação civil sem fins lucrativos, que exerce a supervisão e fiscalização dos mercados de Bolsa.

O objetivo da criação da associação foi a mitigação dos conflitos de interesse que podem surgir no âmbito da autorregulação, conforme já descrito, especialmente quando as Bolsas se tornaram companhias abertas, com ações negociadas publicamente no mercado.

Vale ressaltar que o modelo de autorregulação legal exercido pelas Bolsas no Brasil é semelhante àquele existente nos Estados Unidos, onde o *Securities and Exchange Act* delegou, a estas, poderes

¹⁹⁸ YAZBEK, Otavio. Op. cit., p. 209.

¹⁹⁹ COMPARATO, Fábio Konder. Natureza jurídica das bolsas de valores e delimitação de seu objeto. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 322.

regulatórios. O mesmo se deu com o *Commodity and Exchange Act*, no tocante às Bolsas de Mercadorias e Futuros.²⁰⁰

Ao contrário da autorregulação por imposição legal, as atividades privadas regulatórias se dão de forma puramente voluntária, tendo um caráter contratual. Assim, no modelo inglês, a autorregulação das Bolsas é exercida sem qualquer imposição ou delegação legal por parte do Estado.²⁰¹

No Brasil, os níveis diferenciados de governança corporativa propostos pela BM&F Bovespa são exemplos de autorregulação voluntária.

Além disso, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – Anbima –, além de representar seus associados perante os órgãos públicos e entidades reguladoras, exerce autorregulação voluntária em diversos campos dos mercados financeiro e de capitais, estabelecendo, por meio de seus códigos, “parâmetros e princípios de funcionamento que incentivem o constante aprimoramento dos padrões operacionais, bem como supervisionar o cumprimento dessas normas”.²⁰²

Dentre os mencionados códigos, vale citar o Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento. Quando de sua instituição em 2000, a autorregulação da Anbima sobre os fundos decorria da percepção de que os agentes do mercado não deveriam se limitar a obedecer a regulação estatal, mas ir além, elaborando normas que melhorassem o nível de suas atividades.²⁰³

De fato, quando da criação do Código de Fundos pela Anbima, a regulação exigia quantidade e qualidade muito menores de informações

²⁰⁰ EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de capitais...* cit., p. 196.

²⁰¹ EIZIRIK, Nelson. *Regulação e auto-regulação...* cit., p. 131.

²⁰² Conforme o site Anbima: <<http://portal.anbima.com.br/a-anbima/o-que-e-anbima/Pages/default.aspx>>. Acesso em: 30 mar. 2014.

²⁰³ ROCHA, Tatiana Nogueira da. *Op. cit.*, p. 68.

dos participantes ao mercado, tanto quando da distribuição de cotas, quanto durante a existência do fundo. Vale ressaltar que, ao longo dos anos, a regulação estatal acabou por consolidar grande parte das normas autorreguladoras da Anbima, especialmente no tocante ao prospecto dos fundos e fornecimento de informações aos cotistas e ao mercado.

De todo o exposto no presente capítulo, podemos destacar a CVM e a Anbima como principais entidades reguladora e autorreguladora, respectivamente, no tocante aos fundos de investimento.

Passaremos, nos itens seguintes, a descrever brevemente as normas que regem os fundos, emanadas por cada uma das mencionadas entidades.

2.5 A CVM

Conforme descrito no item anterior, a CVM é o principal órgão regulador no tocante a fundos de investimento. Diante de sua competência, a CVM editou a Instrução 409, em 18 de agosto de 2004, que trata da constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos.

A Instrução 409/2004, conforme já mencionado, foi responsável por consolidar as regras atinentes aos fundos que eram emanadas pela CVM, as quais tratavam dos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários e dos fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em títulos e valores mobiliários (FITVM e FICFITVM), e pelo Bacen, as quais regulavam os fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento financeiro e fundos de investimento no exterior (FIF, FAQ e Fiex) até a edição da Lei 10.303, que, por sua vez, unificou a competência para regular os fundos na CVM, conforme descrito nos itens anteriores.

A Instrução 409/2004 exclui de seu âmbito os fundos a seguir listados, os quais possuem regras especialmente editadas: (i) Fundos de Investimento em Participações; (ii) Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações; (iii) Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; (iv) Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social; (v) Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; (vi) Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional; (vii) Fundos Mútuos de Privatização – FGTS; (viii) Fundos Mútuos de Privatização – FGTS – Carteira Livre; (ix) Fundos de Investimento em Empresas Emergentes; (x) Fundos de Índice, com Cotas Negociáveis em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado; (xi) Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes – Capital Estrangeiro; (xii) Fundos de Conversão; (xiii) Fundos de Investimento Imobiliário; (xiv) Fundo de Privatização – Capital Estrangeiro; (xv) Fundos Mútuos de Ações Incentivadas; (xvi) Fundos de Investimento Cultural e Artístico; (xvii) Fundos de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras; (xviii) Fundos de Aposentadoria Individual Programada – Fapi; e (xix) Fundos de Investimento em Diretos Creditórios Não Padronizados.²⁰⁴

Apesar da expressa exclusão, a Instrução 409/2004 é aplicada de forma subsidiária aos demais fundos, nos termos do art. 119-A da Instrução 409/2004, que dispõe que se “aplica-se a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, no que não contrariar as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos”.

Dessa forma, chamaremos os fundos de investimento regulados pela Instrução 409/2004, os quais serão objeto do presente estudo, simplesmente, de fundos de investimento ou FI.

²⁰⁴ Art. 1.º, parágrafo único, da Instrução 409/2004.

Vale ressaltar que, além da Instrução 409/2004 e das Instruções CVM que lhes promoveram alterações, outras instruções se aplicam aos fundos de investimento, dentre as quais podemos destacar a Instrução CVM 438/2006, que trata das normas contábeis dos fundos de investimento.

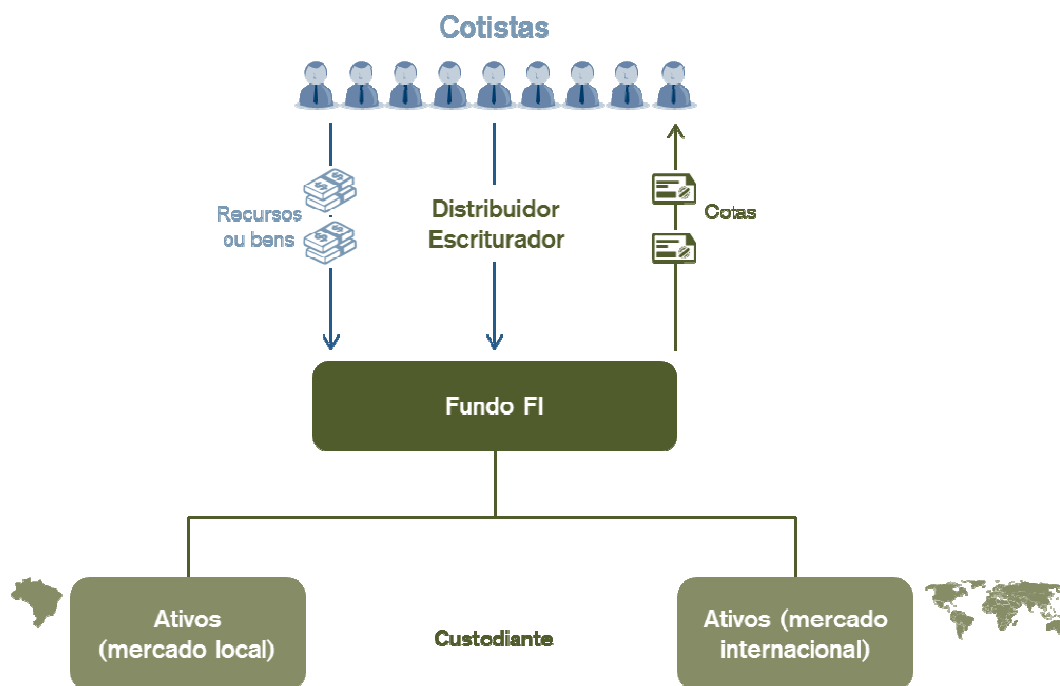
Além disso, conforme será descrito em capítulo dedicado aos prestadores de serviço dos fundos, o exercício de muitas das atividades relacionadas aos fundos está regulado em normas próprias, como, por exemplo, a Instrução CVM 306/1999, que trata da administração de recursos de terceiros.

Finalmente, cabe salientar que a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN, da CVM, tem editado ofícios circulares com o objetivo de esclarecer dúvidas quanto à melhor forma de cumprir determinadas regras no âmbito de sua competência, apresentando entendimento da mencionada área técnica e sua forma de aplicação.

Não obstante não serem dotados de força normativa, por não terem sido emitidos pelo colegiado da CVM, os ofícios circulares consolidam entendimentos manifestados pelo mencionado colegiado, bem como apresentam interpretações da SIN acerca das matérias de que trata, trazendo segurança jurídica e previsibilidade ao mercado. Vale ressaltar que referidos entendimentos sempre podem ser questionados em consulta ou recurso ao colegiado.

2.6 O fundo de investimento

O esquema gráfico a seguir ilustra, de forma bastante simplificada, a estrutura atual dos fundos de investimento e os agentes do sistema, os quais serão detalhados a seguir:



A Instrução 409/2004 estabelece que o fundo é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio,²⁰⁵ destinado à aplicação em ativos financeiros, os quais são listados pela referida instrução no § 1.º de seu art. 2.º, dentre os quais incluem, dentre outros, títulos da dívida pública, contratos de derivativos, ações e outros valores mobiliários cuja emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou autorização da CVM.²⁰⁶

²⁰⁵ Para discussão acerca da natureza jurídica dos fundos, vide item 1.3.

²⁰⁶ Art. 2.º, § 1.º, da Instrução CVM 409/2004: “Para efeito desta Instrução, consideram-se ativos financeiros:

I – títulos da dívida pública;

II – contratos derivativos;

III – desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, que não os referidos no inciso IV;

IV – títulos ou contratos de investimento coletivo, registrados na CVM e ofertados publicamente, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros;

V – certificados ou recibos de depósitos emitidos no exterior com lastro em valores mobiliários de emissão de companhia aberta brasileira;

VI – o ouro, ativo financeiro, desde que negociado em padrão internacionalmente aceito;

Todos os ativos financeiros do fundo devem ser admitidos à negociação em Bolsa de Valores, de Mercadorias e Futuros, ou registrados em sistema de registro, de custódia ou de liquidação financeira devidamente autorizada pelo Bacen ou pela CVM, nas suas respectivas áreas de competência, excetuadas as cotas de fundos de investimento constituídos sob a forma de condomínio aberto.

A lista dos ativos financeiros transcrita, aliada à necessidade de admissão à negociação em Bolsa ou mercado de balcão, ou de registro, limita o investimento dos fundos em ativos que realmente sejam considerados ativos financeiros. Do contrário, o fundo poderia investir em créditos decorrentes de contratos ou mesmo imóveis.²⁰⁷

Os ativos financeiros nos quais os fundos de investimento podem investir incluem os ativos financeiros de mesma natureza econômica negociados no exterior, desde que sua aquisição esteja expressa no regulamento do fundo.

Trata-se de inovação importantíssima promovida em 2007, por meio da Instrução CVM 450, de 30 de março, a qual permitiu aos fundos investirem seus recursos em ativos financeiros negociados no mercado internacional de forma mais livre, uma vez que, até então, o investimento no exterior somente poderia ser realizado por meio de fundos de investimento no exterior (os Fiex e, depois da regulação pela CVM, Fidex), os quais deviam investir seus recursos em títulos da dívida externa

VII – quaisquer títulos, contratos e modalidades operacionais de obrigação ou coobrigação de instituição financeira; e

VIII – *warrants*, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, títulos ou certificados representativos desses contratos e quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais desde que expressamente previstos no regulamento”.

²⁰⁷ Ressalte-se que tais investimentos são vedados apenas diretamente, sendo perfeitamente possível a aquisição de cotas de um fundo de investimento em direitos creditórios (FIDC), uma estrutura que promova a securitização dos créditos ou mesmo a emissão de títulos representativos desses créditos, nos termos do inc. VIII acima. Já com relação aos imóveis, o fundo de investimento imobiliário poderia adquirir cotas de fundos de investimento imobiliário (FII), por exemplo.

brasileira, com pequeno percentual destinado a outros créditos negociados no mercado internacional e limitação de operações com derivativos.

A redação dada pela Instrução CVM 450/2007, supramencionada, foi alterada pelas Instruções 456/2007 e 465/2008 e atualmente deixa claro que a natureza a que se refere o artigo é econômica e não jurídica, dissipando eventuais dúvidas existentes à época da sua edição, especialmente no tocante à diferença de sistemas jurídicos vigentes e das naturezas dos fundos no Brasil em relação aos fundos no exterior.²⁰⁸

Os fundos são constituídos por ato de seu administrador, que também aprova o regulamento,²⁰⁹ que é o documento que rege o fundo e, em conjunto com o prospecto e lâmina, divulga as características do fundo ao público.²¹⁰

Os fundos podem ser constituídos sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas, ou fechado, em que as cotas somente podem ser resgatadas ao término do prazo de duração estabelecido em seu regulamento.²¹¹ Vale ressaltar que se admite amortização²¹² tanto nos fundos constituídos sob a forma de condomínio aberto como fechado. Mais uma vez, trata-se de inovação, já que as regras que vigoravam antes da Instrução 409/2004 apenas permitiam amortização nos fundos fechados.²¹³

²⁰⁸ Nos países anglo-saxões os fundos são constituídos como *investment companies*, conforme descrito no item 1.1.

²⁰⁹ Art. 3.º da Instrução CVM 409/2004.

²¹⁰ Art. 6.º da Instrução CVM 409/2004.

²¹¹ Art. 5.º da Instrução CVM 409/2004.

²¹² Entende-se por amortização a redução do patrimônio do fundo, mediante pagamento uniforme a todos os cotistas, sem alteração do número de cotas emitidas. Reduz-se, portanto, o valor das cotas.

²¹³ A Circular Bacen 2.616, que tratava dos FIFs e FAQs, os quais deviam ser constituídos como condomínios abertos, nem mencionava a possibilidade de amortização.

O funcionamento do fundo depende de prévio registro na CVM, o qual é automaticamente concedido após o envio, pelo administrador à CVM, por meio de seu sistema disponível na rede mundial de computadores, de determinados documentos e informações listados no art. 8.º da Instrução 409/2004, dentre os quais podemos destacar o regulamento, acompanhado dos dados de seu registro em Cartório de Títulos e Documentos, a inscrição do fundo no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica do Ministério da Fazenda (CNPJ/MF) e formulário padronizado de informações sobre o fundo, conforme modelo disponibilizado pela CVM.

Além do registro dos fundos junto à CVM, conforme descrito no parágrafo anterior, a distribuição das cotas dos fundos constituídos sob a forma de condomínios fechados depende de prévio registro na CVM. Caso o fundo seja destinado a investidores qualificados,²¹⁴⁻²¹⁵ o registro da distribuição das cotas é considerado automaticamente concedido quando do envio, pelo administrador, dos documentos listados no art. 24 da Instrução 409/2004, especialmente, material de divulgação a ser utilizado durante a distribuição, informação quanto ao número mínimo e máximo de cotas a serem distribuídas e declaração do administrador de que firmou contrato de distribuição com integrante do sistema de distribuição, se o administrador não o for ou contratar terceiro como intermediário.

Se o fundo não for destinado a investidores qualificados, a distribuição deve ser previamente registrada na CVM, conforme disposto

²¹⁴ Cf. o art. 109 da Instrução 409/2004, são considerados investidores qualificados as instituições financeiras, as companhias seguradoras e sociedades de capitalização, as entidades abertas e fechadas de previdência complementar, pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados, administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios, e os regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.

²¹⁵ Em 30 de junho de 2014, a CVM publicou o Edital de Audiência Pública 03/2014, propondo alterações no conceito de investidor qualificado e a criação de investidor profissional.

nas normas que regem a oferta pública de valores mobiliários, especialmente a Instrução CVM 400/2003.

Já a distribuição das cotas dos fundos constituídos sob a forma de condomínios abertos, apesar da obrigação de ser realizada exclusivamente por instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, independe de prévio registro junto à CVM.

Vale lembrar que o registro do fundo ou da distribuição das cotas não é constitutivo do condomínio, natureza atribuída ao fundo pela Instrução CVM 409/2004 e pela Lei 4.728/1965. A própria CVM já se manifestou no sentido de que a regulação dos fundos trata daqueles cujas cotas sejam distribuídas publicamente, sendo possível a constituição de um fundo sob a forma de condomínio que não seja publicamente distribuído, não sendo, portanto, registrado junto à CVM. Mas reconhece que

a existência de uma regulação sobre a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento termina por assegurar aos agentes de mercado certeza jurídica sobre a disciplina de tais condomínios, o que faz com que, na prática, mesmo os fundos de investimento que não se destinam a posterior distribuição pública de cotas prefiram obter registro na CVM.²¹⁶

Dessa forma, nos termos da referida decisão, uma vez registrado junto à CVM, o fundo deve seguir todas as normas da regulação, ainda que não venha a distribuir publicamente suas cotas.

O regulamento possui todas as características do fundo, dentre as quais a qualificação dos prestadores de serviço do fundo, as taxas e despesas cobradas do fundo, as condições de aplicação e resgate, seu público-alvo, políticas de investimento, de divulgação de informações e de exercício de direito de voto em assembleias de detentores de ativos

²¹⁶ Processo CVM RJ 2005/2345.

financeiros integrantes da carteira do fundo, informação sobre a tributação aplicável e eventual distribuição de resultados.²¹⁷

A alteração do regulamento somente pode ser realizada mediante aprovação em assembleia de cotistas, salvo se a alteração decorrer de necessidade de atendimento de exigências expressas da CVM, de adequação a normas legais ou regulamentares ou em virtude de alteração de dados cadastrais dos prestadores de serviço, como alteração da razão social, endereço e telefone.²¹⁸ Ainda, o regulamento pode ser alterado independentemente de assembleia, pelo administrador, quando houver redução da taxa de administração ou de qualquer de suas parcelas, que remuneram todos os prestadores de serviço, inclusive quando baseada em desempenho (*performance*).²¹⁹

As assembleias-gerais são convocadas por meio de correspondência enviada a todos os cotistas, com 10 dias de antecedência, no mínimo,²²⁰ sendo instaladas com qualquer número.²²¹ A assembleia na qual comparecerem todos os cotistas prescinde da convocação.²²² As deliberações, por sua vez, são tomadas por maioria de votos dos presentes, cabendo a cada cota um voto, exceto se estabelecido quórum qualificado ou especial pelo regulamento.²²³

A administração do fundo compreende o conjunto dos serviços relacionados ao funcionamento e manutenção do fundo. Os prestadores de serviço de administração, a sua remuneração, por meio da taxa de administração e *performance*, especialmente, e as obrigações e vedações

²¹⁷ Art. 41 da Instrução 409/2004.

²¹⁸ Art. 45 da Instrução 409/2004.

²¹⁹ Art. 61, § 2.º, da Instrução 409/2004.

²²⁰ Art. 48, *caput* e parágrafos, da Instrução 409/2004.

²²¹ Art. 51 da Instrução 409/2004.

²²² Art. 48, § 5.º, da Instrução 409/2004.

²²³ Art. 52, *caput* e parágrafos, da Instrução 409/2004.

a eles impostas pela Instrução 409/2004 serão mais bem descritos no item 2.2.

A Instrução 409/2004 estabelece as informações mínimas que o administrador deve fornecer à CVM e aos cotistas, bem como sua periodicidade. Dentre as informações que devem ser divulgadas, estão: patrimônio líquido diário e valor da cota, no caso dos fundos abertos, bem como a carteira do fundo. Caso o fundo possua posições ou operações cuja divulgação possa prejudicá-las, tais dados podem ser omitidos e divulgados no prazo máximo de 30 dias, no caso dos fundos das classes referenciados, e curto prazo ou 90 dias, no caso dos fundos das demais classes.²²⁴⁻²²⁵

Além disso, os cotistas devem receber extrato mensal de sua conta, contendo as informações sobre saldo e rentabilidade do mês anterior, exceto se expressamente solicitarem que não desejam recebê-lo.²²⁶

Já a CVM deve receber informações diárias, contendo patrimônio, valor da cota, quantidade de cotistas do fundo e valores das aplicações e resgates realizados, informações mensais, como balancete do fundo no mês anterior, demonstrativo da composição e diversificação da carteira, lâmina atualizada de informações sobre o fundo e o formulário de perfil mensal e, anualmente, as demonstrações contábeis acompanhadas de parecer do auditor independente.²²⁷

Nos termos do princípio do *full disclosure*, já mencionado, o administrador deve divulgar todo ato ou fato relevante ocorrido ou

²²⁴ Art. 68 da Instrução 409/2004.

²²⁵ A Superintendência de Investidores Institucionais (SIN), com base em reunião do Colegiado de 9 de setembro de 2010, divulgou o Ofício Circular 3, de 2010, esclarecendo quais as justificativas que a CVM e a Superintendência entendem legítimas para que os ativos da carteira do fundo sejam omitidos.

²²⁶ Arts. 68, II, e 69 da Instrução 409/2004.

²²⁷ Art. 71 da Instrução 409/2004.

relacionado ao funcionamento do fundo ou seus ativos, considerando-se relevante qualquer ato ou fato que possa influir de modo ponderável no valor das cotas ou na decisão dos investidores de adquirir, alienar, resgatar ou manter suas cotas.²²⁸

A Instrução 409/2004 também estabelece os critérios, parâmetros e padrões para divulgação de informações do resultado do fundo, buscando evitar a indução do investidor a erros de avaliação e impedir que se assegure ou sugira a existência de garantia de resultados futuros ou isenção de riscos para os investidores.²²⁹

Os fundos de investimento devem observar os limites por emissor e por modalidade de ativo estabelecidos pelos arts. 86 e 87 da Instrução 409/2004, os quais objetivam assegurar certa diversificação dos riscos das carteiras dos fundos, inclusive quanto a ativos de partes relacionadas aos prestadores de serviço do fundo. Os limites por emissor e por modalidade de ativo não precisam ser cumpridos quando o fundo for destinado a investidores qualificados e exija investimento mínimo de um milhão de reais,²³⁰ denominados pelo mercado como “fundos superqualificados”.

Além das limitações quanto à concentração de ativos por modalidade e por emissor supramencionadas, a CVM estabelece que os fundos devem enquadrar-se em uma das sete classes previstas na Instrução, conforme os ativos que compõem a sua carteira.

Assim, o fundo classificado como curto prazo deve investir seus recursos exclusivamente em títulos públicos federais ou privados prefixados ou indexados à taxa Selic ou a outra taxa de juros, ou títulos indexados a índices de preços, com prazo máximo a decorrer de 375 dias,

²²⁸ Art. 72 da Instrução 409/2004.

²²⁹ Arts. 73 a 79 da Instrução 409/2004.

²³⁰ Art. 110-B da Instrução 409/2004.

e prazo médio da carteira do fundo inferior a 60 dias, sendo permitida a utilização de derivativos somente para proteção da carteira e a realização de operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais.²³¹

Os fundos referenciados, além de indicar em sua denominação o seu indicador de desempenho, devem ter pelo menos 80% de seu patrimônio representados por títulos de emissão do Tesouro Nacional ou do Bacen ou títulos e valores mobiliários de renda fixa classificados por agência de classificação de risco localizada no país na categoria baixo risco de crédito. Ademais, os fundos referenciados devem ter pelo menos 95% de sua carteira compostos por ativos financeiros de forma a acompanhar a variação do seu índice de desempenho, sendo que sua atuação nos mercados de derivativos está restrita a operações para proteção das posições detidas à vista, até o limite destas.²³²

O fundo de renda fixa, por sua vez, deve ter como principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros doméstica, índice de preços ou ambos, devendo possuir pelo menos 80% de sua carteira investidos em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe.²³³

Os fundos cambiais, ao contrário, devem ter como principal fator de risco de sua carteira a variação de preços de moeda estrangeira ou do cupom cambial, devendo, igualmente aos fundos de renda fixa, manter, no mínimo, 80% de sua carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe.²³⁴

Já os fundos de ações devem ter a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado à vista de Bolsa de Valores ou entidade do mercado de balcão organizado como seu principal fator de

²³¹ Art. 93 da Instrução 409/2004.

²³² Art. 94 e incisos da Instrução 409/2004.

²³³ Art. 95, *caput* e parágrafo único, da Instrução 409/2004.

²³⁴ Art. 95-A da Instrução 409/2004.

risco. O patrimônio dos fundos de ações deve ter parcela não inferior a 67% investidos em ações admitidas à negociação no mercado à vista ou balcão organizado, bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósitos de ações acima referidas, cotas de fundos de ações, cotas de fundos de índice negociados no mercado de bolsa de valores ou balcão organizado²³⁵ e certificados de depósito de valores mobiliários emitidos no Brasil, com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, com sede no exterior, os *brazilian depositary receipts* (BDRs).²³⁶⁻²³⁷

Os fundos da classe dívida externa são os anteriormente denominados pelo Bacen, quando responsável por sua regulamentação, de fundos de investimento no exterior, tendo sido mantida a mesma regra para o investimento de seus ativos: pelo menos 80% de seu patrimônio devem estar representados por títulos da dívida externa de responsabilidade da União, sendo permitida a aplicação de até 20% em outros títulos de crédito transacionados no mercado internacional. Os fundos de dívida externa somente podem utilizar derivativos para proteção dos títulos integrantes da carteira do fundo.²³⁸

Finalmente, os fundos classificados como multimercado devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração de nenhum fator de risco em especial ou em fatores diferentes das demais classes já mencionadas.²³⁹

²³⁵ Os fundos de índice são regulados pela Instrução CVM 359/2002.

²³⁶ Os BDRs são regulados pela Instrução CVM 332/2000. Os fundos de ações podem considerar, para fins do limite mínimo de 67% da Instrução 409/2004, ora tratado, apenas nos BDRs classificados como nível II e III, de acordo com o art. 3.º, § 1.º, II e III, da referida Instrução CVM 332/2000.

²³⁷ Art. 95-B da Instrução 409/2004.

²³⁸ Art. 96 da Instrução 409/2004.

²³⁹ Art. 97 da Instrução 409/2004.

Além dessas classes descritas, os fundos podem ser constituídos como fundos de investimento em cotas de outros fundos de investimento, cuja sigla utilizada pela indústria é FIC.

Os FICs devem manter pelo menos 95% de seu patrimônio investidos em fundos de uma mesma classe, exceto os multimercado, que podem investir em diversas classes. O restante do patrimônio do FIC deve ser investido em títulos públicos federais, títulos de renda fixa de emissão de instituições financeiras e operações compromissadas.²⁴⁰

Vale mencionar que, além da classificação dos fundos estabelecida pela CVM, a Anbima, no âmbito de sua autorregulação, propõe uma classificação mais detalhada dos fundos, conforme as estratégias de suas políticas de investimento.

Cumulativamente às regras estabelecidas para cada classe, após 2007, em virtude da expectativa da CVM em relação a um aumento da diversificação das carteiras dos fundos, especialmente quanto aos títulos públicos, e da percepção de que o pequeno investidor não identifica claramente o risco de crédito privado dos emissores dos ativos integrantes das carteiras dos fundos,²⁴¹ foram estabelecidas normas específicas no tocante à concentração da carteira em créditos privados. Assim, todo fundo de investimento, excetuados os fundos de ações e dívida externa, que investir mais de 50% de seu patrimônio em ativos ou modalidades operacionais²⁴² de responsabilidade de pessoas físicas ou jurídicas de direito privado ou de emissores públicos outros que não a União Federal, deverá possuir “Crédito Privado” em sua denominação. Além disso, os documentos do fundo deverão conter alertas quanto ao risco de crédito e o

²⁴⁰ Art. 112 da Instrução 409/2004.

²⁴¹ Nos termos da Exposição de Motivos à Audiência Pública 03/2006, que resultou na Instrução CVM 450/2007.

²⁴² Exceto ativos de renda variável, assim considerados os ativos listados no inc. I do § 1.º do art. 95-B da Instrução 409/2004 (ações admitidas à negociação no mercado à vista ou balcão organizado, bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósitos de ações acima referidas, cotas de fundos de ações, cotas de fundos de índice negociados no mercado de bolsa de valores ou balcão organizado e BDRs nível II e III).

ingresso no fundo está condicionado à assinatura de termo de ciência de risco de crédito privado pelo investidor.²⁴³

A CVM, além de estabelecer as normas quanto às carteiras dos fundos, conforme descrito acima, estabelece quais os encargos que podem ser debitados do fundo. Trata-se de um rol exaustivo, sendo que qualquer item ou despesa que não estiver listado no art. 99 da Instrução 409/2004 deve correr por conta do administrador.

Dentre as despesas que podem ser debitadas do fundo de investimento, podemos mencionar: (i) taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo; (ii) despesas com o registro de documentos em Cartório, impressão, expedição e publicação de relatórios e informações periódicas previstas nessa Instrução; (iii) despesas com correspondência de interesse do fundo, inclusive comunicações aos cotistas; (iv) honorários e despesas do auditor independente; (v) emolumentos e comissões pagas por operações do fundo; (vi) honorários de advogado, custas e despesas processuais correlatas, incorridas em razão de defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação imputada ao fundo, se for o caso; (vii) parcela de prejuízos não coberta por apólices de seguro e não decorrente diretamente de culpa ou dolo dos prestadores dos serviços de administração no exercício de suas respectivas funções; (viii) despesas relacionadas, direta ou indiretamente, ao exercício de direito de voto decorrente de ativos financeiros do fundo; (ix) despesas com custódia e liquidação de operações com títulos e valores mobiliários, ativos financeiros e modalidades operacionais; (x) despesas com fechamento de câmbio, vinculadas às suas operações ou com certificados ou recibos de depósito de valores mobiliários; (xi) no caso de fundo fechado, a contribuição anual devida às Bolsas de Valores ou às entidades do

²⁴³ Art. 98 da Instrução 409/2004.

mercado de balcão organizado em que o fundo tenha suas cotas admitidas à negociação; e (xii) as taxas de administração e de performance.²⁴⁴

Por fim, cabe mencionar que, não obstante a natureza de condomínio atribuída pela Lei 4.728/1965 e pela CVM aos fundos de investimento, a própria CVM admite a existência de fundos exclusivos de um único cotista. A utilização de fundos exclusivos ou de poucos investidores tem motivações fiscais e constitui importante veículo utilizado pelos *private banks*²⁴⁵ para estruturar melhor os recursos dos investidores.

2.7 O Código de Fundos da Anbima

Além de observar as regras estabelecidas pela CVM, as instituições filiadas à Anbima ou que tenham expressamente aderido ao Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento devem observar as regras ali estabelecidas.

O objetivo declarado do Código Anbima de Fundos é estabelecer princípios e parâmetros que a indústria de fundos de investimento deve adotar em relação à constituição e funcionamento dos fundos, visando à concorrência leal, à padronização de procedimentos, ao aumento da qualidade e da disponibilidade de informações e à elevação dos padrões fiduciários.²⁴⁶

Trata-se de autorregulação voluntária, que não decorre de lei, e por meio da qual os participantes do mercado estabeleceram um “selo de qualidade”, comprometendo-se a observar regras mais rígidas do que aquelas originadas do órgão regulador estatal, a CVM.

²⁴⁴ Art. 99 da Instrução 409/2004.

²⁴⁵ Nos termos do Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas para Atividade de *Private Banking* no Mercado Doméstico, o valor mínimo para que um cliente seja atendido pelo segmento de *private banking* é de um milhão de reais.

²⁴⁶ Art. 1.º do Código de Fundos Anbima.

Vale ressaltar que o Código Anbima de Fundos foi muito inovador quando de sua publicação e no decorrer de muitos anos, especialmente quanto à obrigatoriedade de prospectos detalhados para os fundos que não eram destinados a investidores qualificados; critérios e padrões para divulgação de material técnico e publicidade de fundos; verificação de adequação do perfil do cliente em relação ao produto de investimento ofertado; classificação dos fundos conforme a estratégia adotada para exercício da política de investimento; necessidade de estabelecimento de política de exercício de voto; e, ainda, gestão de liquidez.

No entanto, ao longo do tempo, como é natural, a regulação estatal passou a incorporar grande parte das regras autorreguladoras, atingindo todos os participantes do mercado.

Não obstante, as normas autorreguladoras da Anbima são de extrema importância para a indústria de fundos e são raras²⁴⁷ as instituições que atuam no mercado de fundos que não sejam, no mínimo, aderentes ao Código Anbima de Fundos.

O Código Anbima de Fundos estabelece, em seu art. 6.º, princípios gerais que as instituições participantes devem observar, tais como: (i) desempenhar atribuições buscando atender aos objetivos descritos no regulamento e prospecto do fundo, se for o caso, bem como a promoção e divulgação de informações a eles relacionadas de forma transparente, inclusive no que diz respeito à remuneração por seus serviços, visando sempre ao fácil e correto entendimento por parte dos investidores; (ii) cumprir todas as obrigações, devendo empregar, no exercício da atividade, o cuidado que toda pessoa prudente e diligente costuma dispensar à administração de seus próprios negócios,

²⁴⁷ Segundo informações obtidas junto à Anbima, mais de 95% dos participantes do mercado são aderentes ao Código de Fundos. A abrangência da autorregulação decorre, inclusive, da obrigatoriedade imposta aos administradores de fundos, normalmente instituições financeiras, de somente contratarem gestores que tenham aderido ao Código Anbima de Fundos, nos termos do art. 23, § 3.º, I, do mencionado Código.

respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas; (iii) evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com os cotistas; e (iv) evitar práticas que possam vir a prejudicar a indústria de fundos e seus participantes.

O próprio Código Anbima define relação fiduciária como “a relação de confiança e lealdade que se estabelece entre os cotistas dos Fundos de Investimento e a Instituição Participante, no momento em que é confiada à mesma a prestação de serviço para a qual foi contratada”.²⁴⁸

Além dos princípios já estabelecidos, o Código Anbima determina que os fundos de investimento em que atuem instituições participantes devem ser registrados junto à Anbima e ter suas informações fornecidas à base de dados da Anbima, nos termos das Diretrizes para Envio de Informações de Fundos de Investimento, elaborado e divulgado pelo Conselho de Regulação e Melhores Práticas dos Fundos de Investimento da Anbima, cujos objetivos incluem a padronização dos procedimentos, qualidade e disponibilidade das informações de fundos de investimento, bem como a promoção e divulgação destas de forma transparente ao mercado e aos investidores e o estabelecimento de regras operacionais para o envio e atualização de informações de fundos de investimento junto à base de dados.²⁴⁹

O Código Anbima de Fundos estabelece os elementos obrigatórios que devem constar do prospecto dos fundos de investimento, quando obrigados pelas regras da CVM a elaborá-lo,²⁵⁰ detalhando, em especial, os fatores de risco e avisos obrigatórios a respeito do uso de derivativos, tributação, rentabilidade passada e riscos em geral.

²⁴⁸ Código Anbima de Fundos, art. 6.º, parágrafo único.

²⁴⁹ Diretrizes para Envio de Informações de Fundos de Investimento do Conselho de Regulação e Melhores Práticas dos Fundos, da Anbima, art. 1.º.

²⁵⁰ Fundos de investimento que sejam destinados a investidores qualificados estão dispensados de elaborar prospecto, desde que algumas das informações que dele devessem constar estejam contempladas no regulamento do fundo, nos termos do art. 110, II, da Instrução 409/2004.

Dentre os fatores de risco que devem constar do prospecto, destacamos os riscos de mercado, de crédito, de liquidez, do mercado externo, caso o fundo invista no exterior, e o risco decorrente do uso de derivativos, caso o regulamento permita utilização, especialmente quando houver a possibilidade de verificação de patrimônio líquido negativo.

O uso do prospecto foi uma das bandeiras mais importantes da Anbima quando da criação do Código Anbima de Fundos. Após serem consagradas pela regulação estatal, as normas atinentes aos prospectos perderam prestígio quando da criação, pela CVM, da lâmina de fundos, documento mais objetivo, estabelecido pela Instrução CVM 522, de 8 de maio de 2012. De acordo com a referida regra, o prospecto deve ser apenas mantido à disposição dos cotistas e investidores. Anteriormente, o prospecto, junto com o regulamento, era um documento importante, sendo que o cotista, mediante termo próprio, declarava que o havia recebido. Dentre as razões que identificamos para que o prospecto tivesse seu *status* alterado, podemos citar a criação, pela indústria, de prospectos longos, cheios de avisos, e cuja redação se assemelhava muito aos próprios regulamentos. Não havia, na visão da CVM, necessidade de dois documentos tão parecidos e igualmente complexos. Tendo em vista essa nova visão, há atualmente, na Anbima, discussões para eventuais substituições do prospecto.

Dentre os temas mais relevantes tratados pela Anbima estão as regras para publicidade e divulgação de material técnico dos fundos, as quais se encontram detalhadas nas Diretrizes para Publicidade e Divulgação de Material Técnico para os Fundos de Investimento, do Conselho de Regulação e Melhores Práticas dos Fundos, da Anbima.

Referidas diretrizes estabelecem como princípios de melhores práticas na divulgação de material técnico e publicidade os seguintes: (i) objetividade e relevância; (ii) consistência, atualidade e regularidade; (iii) transparência e clareza; (iv) comparabilidade; (v) concorrência leal; e (vi) adequação.

Além de avisos obrigatórios específicos e do uso do selo Anbima, as diretrizes disciplinam e padronizam a divulgação de rentabilidade. Assim como no prospecto, a CVM, em sua regulação, já incorporou grande parte das regras de divulgação que antes eram exclusivas da autorregulação, evidenciando a importância do tema.

O Código Anbima estabelece, ainda, regras específicas para cada prestador de serviços dos fundos e determina que as instituições participantes devem manter manuais de marcação a mercado, de política de exercício de voto em relação aos ativos financeiros que o fundo venha a deter e lhe deem direito de voto em assembleias e impõe dever de verificar a adequação dos investimentos realizados (*suitability*).²⁵¹

Finalmente, após detalhar os componentes organizacionais da Anbima para autorregulação dos fundos, o código estabelece que a instauração, a condução e os julgamentos de processos sobre eventuais infrações ao Código Anbima de Fundos seguem a disciplina prevista no Código Anbima de Processos de Regulação e Melhores Práticas. No entanto, as penalidades a que estão sujeitas as instituições participantes constam do Código Anbima de Fundos, as quais, nos termos de seu art. 61, podem ser: (i) advertência pública do Conselho de Regulação e Melhores Práticas, a ser divulgada nos meios de comunicação da Anbima; (ii) multa, no valor de até 100 vezes o valor da maior mensalidade recebida pela Anbima; (iii) proibição temporária, divulgada nos meios de comunicação da Anbima, do uso dos dizeres e do Selo Anbima; e (iv) desligamento da Anbima ou revogação do termo de adesão ao Código Anbima de Fundos, conforme o caso, divulgado em seus meios de comunicação .

Por todo o exposto, concluímos que, não obstante a importância das regras de autorregulação impostas pela Anbima ao longo dos anos e

²⁵¹ A CVM estabeleceu regras de *suitability* por meio da Instrução 539, de 13 de novembro de 2013.

do estabelecimento de um elevado padrão de divulgação de informações e de execução de serviços pelas instituições participantes em relação aos fundos de investimento, houve uma alteração relevante nessas regras.

Atualmente, grande parte das normas de autorregulação nada mais faz do que detalhar as normas que já constam da regulação da CVM, pouco inovando em relação à regulação estatal. Possivelmente, assistiremos a uma mudança de paradigma, de forma que a Anbima mantenha-se como entidade que não apenas represente a indústria de fundos como também crie regras que diferenciem os fundos das instituições participantes e lhes outorguem o “selo de qualidade Anbima”.

3

OS AGENTES PARTICIPANTES DA INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

3.1 O Administrador

Nos termos definidos pelo art. 56 da Instrução 409/2004, a administração do fundo de investimento compreende o conjunto dos serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, em nome do fundo. Trata-se, como ensina Ricardo dos Santos Freitas, de poder função administrativo externo.²⁵²

Os serviços que podem ser contratados pelo administrador, em nome do fundo,²⁵³ serão detalhados nos próximos tópicos e são os seguintes:

(i) gestão da carteira do fundo;

(ii) consultoria de investimentos;

(iii) atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros;

(iv) distribuição de cotas;

²⁵² FREITAS, Ricardo dos Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit. p. 223. Em sentido diverso, Rachel Sztajn defende que o poder função administrativo é hetero-organicista, ou seja, podem ser designadas pessoas estranhas ao quadro de cotistas para exercerem funções de administradores (SZTAJN, Rachel. Quotas de fundos imobiliários... cit., p. 93).

²⁵³ Vale lembrar que as normas que regulavam os fundos anteriormente, emanadas da CVM e do BC, permitiam a contratação de terceiros pelo administrador por meio de delegação de poderes, o que causava certa discussão do ponto de vista fiscal, dado que se poderia alegar que a remuneração do terceiro era despesa do administrador e não do fundo, com os respectivos reflexos fiscais.

(v) escrituração da emissão e resgate de cotas;

(vi) custódia de ativos financeiros; e

(vii) classificação de risco por agência especializada constituída no País.

Da definição acima, depreende-se que a administração de fundos de investimento envolve a administração em sentido estrito e as demais atividades de administração, que podem ser executadas pelo administrador em sentido estrito ou contratadas, em nome do fundo, pelo administrador.²⁵⁴

Para fins do presente trabalho, passaremos a denominar o administrador em sentido estrito²⁵⁵ simplesmente como “administrador”, tratando de forma segregada cada um dos serviços que podem ser contratados junto a terceiros.

Podem ser administradores de fundos de investimento as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteira,²⁵⁶ atividade definida no art. 23 da Lei 6.385/1976 como a gestão profissional de recursos ou valores mobiliários, entregues ao administrador de carteira para que este compre ou venda valores

²⁵⁴ Em 29 de outubro de 2014, a CVM publicou o Edital de Audiência Pública SDM 10/2014, que trata da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, criando duas categorias de administradores de carteira: (i) o administrador fiduciário, com responsabilidades diretas ou indiretas pela custódia, controladoria de ativos e passivos e pela supervisão da higidez da gestão e (ii) a gestão de recursos, responsável pela tomada de decisão. Conforme o Edital, não é apresentada instrução alteradora, porque pretende-se ajustar instrução ainda não editada, nos termos do Edital de Audiência Pública SDM 14/2011.

²⁵⁵ “O administrador em sentido estrito também é denominado pelos participantes da indústria de fundos como “administrador fiduciário”.

²⁵⁶ Art. 3.º da Instrução 409/2004: “O fundo será constituído por deliberação de um administrador que preencha os requisitos estabelecidos nesta Instrução, a quem incumbe aprovar, no mesmo ato, o regulamento do fundo.

Parágrafo único. Podem ser administradores de fundo de investimento as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteira, nos termos do art. 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976”.

mobiliários por conta do comitente.²⁵⁷ Tal atividade está sujeita à autorização prévia da CVM.²⁵⁸

Ressalte-se que a qualificação como administrador de carteira é necessária para exercício da atividade de administração (em sentido estrito) de fundo de investimento regulado pela Instrução CVM 409/2004, objeto do presente estudo, bem como fundos de investimento em participação, regulados pela Instrução CVM 391.²⁵⁹ A administração de fundos de investimento imobiliário, por sua vez, somente pode ser exercida por bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores mobiliários, sociedades de crédito imobiliário, caixas econômicas e companhias hipotecárias, nos termos da Lei 8.668/1993²⁶⁰ e da Instrução CVM 472.²⁶¹ Já a administração de fundos de investimento em direitos creditórios, previstos na Resolução do CMN 2.907/2001²⁶² e na Instrução CVM 356/2001,²⁶³ somente pode ser exercida por banco múltiplo, banco comercial, pela Caixa Econômica Federal, por banco de investimento, por sociedade de crédito,

²⁵⁷ Art. 23 da Lei 6.385/1976: “O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão.

§ 1.º O disposto neste artigo se aplica à gestão profissional e recursos ou valores mobiliários entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda valores mobiliários por conta do comitente.

§ 2.º Compete à Comissão estabelecer as normas a serem observadas pelos administradores na gestão de carteiras e sua remuneração, observado o disposto no art. 8.º, inciso IV”.

²⁵⁸ Antes da edição da Instrução 409/2004, os fundos de investimento em títulos e valores mobiliários (FITVM), os quais eram regulados pela CVM, já eram administrados por entidades credenciadas como administradores de carteira. Já os fundos de investimento financeiro (FIF), os fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento financeiro (FAQ) e os fundos de investimento no exterior (FIEX), regulados pelo BCB, deviam ser administrados por banco múltiplo, banco comercial, caixa econômica, banco de investimento, sociedade de crédito, financiamento e investimento, sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários.

²⁵⁹ Cf. art. 9.º da Instrução 391.

²⁶⁰ Cf. art. 5.º da Lei 8.668/1993.

²⁶¹ Cf. art. 28 da Instrução 472/2008.

²⁶² Cf. art. 1.º, § 1.º, da Resolução CVM 2.907/2001.

²⁶³ Cf. art. 32 da Instrução CVM 356/2001.

financiamento e investimento, por sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários.

Interessante notar que a atividade de administração de fundos em sentido estrito, conforme será descrito a seguir, pouco tem a ver com os requisitos exigidos para o credenciamento de administradores de carteira perante a CVM, os quais estão descritos na Instrução CVM 306.

Nos termos da referida Instrução, a atividade de administração de carteira é definida como “gestão profissional de recursos ou valores mobiliários”.²⁶⁴ Ocorre que, não obstante a gestão estar inserida nos serviços de administração descritos no art. 56 da Instrução 409/2004, não deveria confundir-se com a administração em sentido estrito. As atividades desempenhadas pelo administrador em sentido estrito referem-se muito mais à obrigação de elaboração e guarda de documentação, representação, fiscalização, manutenção de controles e fornecimento de informações, como se verá a seguir, do que propriamente à gestão de ativos, *expertise* exigida para credenciamento do administrador de carteira perante a CVM.

Por tais razões, a CVM deveria considerar a possibilidade de criar uma categoria de credenciamento que avaliasse especificamente a capacidade do pretendente a administrador de fundos em sentido estrito, ainda que condicionasse a concessão do referido registro à contratação de terceiros para os demais serviços previstos na Instrução 409/2004.²⁶⁵

Ao administrador em sentido estrito cabe deliberar pela constituição do fundo, aprovar o regulamento, que constitui o documento

²⁶⁴ Cf. art. 2.º da Instrução 306/1999.

²⁶⁵ A CVM, por meio da Audiência Pública SDM 14/2011, na qual se discutiu a substituição da Instrução 306/1999, já considerou a possibilidade de que o registro do pretendente ao registro de administrador de carteira se limitasse a determinados ativos; da mesma forma, sugerimos um registro específico para a atividade de administração de fundos, que denominamos administração em sentido estrito. A Audiência Pública SDM 10/2014 pretende alterar a norma ainda não editada, de forma a endereçar esse aspecto. Vide nota 256.

que o rege, bem como registrar o fundo junto à CVM, por meio do envio dos documentos exigidos pela Instrução 409/2004 através da página da CVM na *internet*,²⁶⁶ e à Anbima²⁶⁷.

Ressaltamos, dentre as obrigações do administrador, aquelas relacionadas à: (i) elaboração e prestação de informações, tanto à CVM e à Anbima, quanto aos cotistas e ao mercado como um todo (*disclosure*); (ii) contratação de prestadores de serviço, em nome do fundo; e (iii) fiscalização dos prestadores de serviço contratados.²⁶⁸

²⁶⁶ Cf. art. 7.º da Instrução 409/2004.

²⁶⁷ Art. 7.º do Código Anbima de Fundos.

²⁶⁸ O administrador é responsável pela inscrição do titular das cotas no registro de cotistas, ainda que contrate terceiro para esse fim; pelo fechamento do fundo para resgates em casos excepcionais de iliquidez dos ativos financeiros componentes da carteira do fundo, inclusive em decorrência de pedidos de resgates incompatíveis com a liquidez existente, ou que possam implicar alteração do tratamento tributário do fundo ou do conjunto dos cotistas, em prejuízo destes últimos; pela declaração de suspensão de novas aplicações no fundo; pelo fornecimento do material exigido pela regulamentação aos intermediários integrantes do sistema de distribuição contratados para distribuir as cotas do fundo, devendo informar qualquer alteração que ocorra no fundo e em seus documentos; pela solicitação de pedido de registro de distribuição de cotas de fundos fechados destinados exclusivamente a investidores qualificados, conforme os procedimentos relacionados à referida distribuição de cotas estabelecidos na Instrução; pela manutenção, em arquivo, dos termos de adesão dos cotistas ao fundo; pela informação, à CVM, da primeira integralização de cotas do fundo; pela elaboração do prospecto; pelo encaminhamento à CVM do regulamento do fundo e do prospecto, nos casos de alteração, bem como informar aos cotistas sobre as alterações promovidas nos referidos documentos, tanto nos casos de alterações deliberadas pela assembleia-geral como nos casos decorrentes de exigência expressa da CVM, de adequação a normas legais ou regulamentares ou ainda em virtude de atualização de dados cadastrais do administrador, do gestor ou do custodiante; pela convocação das assembleias-gerais ordinárias e extraordinárias, ainda que solicitadas pelo gestor, custodiante ou cotistas detentores de, pelo menos, cinco por cento das cotas do fundo; por diligenciar para que sejam mantidos atualizados e em perfeita ordem o livro de registro de cotistas, o livro das atas de assembleias-gerais, o livro ou lista de presença de cotistas, os pareceres dos auditores independentes, os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo e a documentação relativa às operações do fundo, pelo prazo de cinco anos; pela solicitação da admissão à negociação das cotas de fundo fechado em bolsa ou entidade de balcão organizado, se for o caso; pelo pagamento de multa cominatória pelo atraso do cumprimento dos prazos previstos na regulamentação em vigor; pela manutenção da lista dos prestadores de serviços do fundo atualizada e à disposição da CVM; pelo pagamento das despesas com propaganda do fundo, se houver; pela manutenção do serviço de atendimento ao cotista, responsável pelo esclarecimento de dúvidas e pelo recebimento de reclamações; pelo cumprimento das deliberações da assembleia; pela fiscalização dos serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo; pela adoção de práticas e controles internos relacionados com a gestão da liquidez; pela divulgação de informações periódicas (valor da cota, do patrimônio líquido, do extrato mensal aos cotistas, do balancete mensal, do demonstrativo de composição da carteira, das demonstrações contábeis acompanhadas do parecer do auditor independente); pela divulgação de informações eventuais (ou seja, de fatos relevantes relacionados com o

A contratação de prestadores de serviço deve ser feita pelo administrador em sentido estrito, em nome do fundo, sendo obrigatória a contratação de serviços de auditoria independente. Também é obrigatória a contratação de terceiros quando o administrador em sentido estrito não estiver devidamente autorizado ou credenciado para prestação dos seguintes serviços: (i) tesouraria, controle e processamento dos ativos financeiros do fundo; (ii) distribuição das cotas; (iii) escrituração da emissão e resgate de cotas; e (iv) custódia dos ativos financeiros integrantes da carteira do fundo.

A CVM determina que a contratação de prestadores de serviço pelo administrador, em nome do fundo, deve ser precedida de criteriosa análise e seleção do contratado, devendo o administrador, ainda, figurar no contrato como interveniente anuente. Nesse sentido, o Código Anbima estabelece que as instituições participantes que, na qualidade de administradoras de fundos, contratarem prestadores de serviços, em nome do fundo, devem manter política interna formalizada e descrita em documento específico para seleção de referidos prestadores (*due diligence*), devendo adotar mecanismos que avaliem a capacidade do contratado de cumprir as normas legais e da regulação e melhores práticas.²⁶⁹

Ao contratar os serviços de gestão, tesouraria, controle e processamento dos ativos ou escrituração das cotas, o administrador em sentido estrito deve responder solidariamente com os prestadores

fundo ou os ativos integrantes de sua carteira, sendo considerado relevante todo ato ou fato que possa influir de modo ponderável no valor das cotas ou na decisão dos investidores de adquirir, alienar ou manter as referidas cotas); por assegurar que os limites de aplicação por emissor, por modalidade de ativos e de crédito privado previstos na regulamentação e no regulamento do fundo não sejam excedidos, inclusive quando o fundo investir em outros fundos de investimento; por responder e, ainda, comunicar à CVM em caso de inobservância dos referidos limites, excetuados os casos de desenquadramento passivo; pelo pedido de autorização à CVM para que o fundo constituído sob a forma de condomínio aberto possa se transformar em condomínio fechado, e o clube de investimento possa se transformar em fundo, aberto ou fechado; e por informar à CVM acerca do encerramento e liquidação do fundo.

²⁶⁹ Art. 25 do Código Anbima de Fundos.

contratados pelos prejuízos causados aos cotistas em virtude das condutas contrárias à lei, ao regulamento e aos atos emanados da CVM.

Ressalte-se que a CVM, ao determinar referida obrigação aos administradores, reconheceu sua falta de competência para a criação de hipóteses de solidariedade, as quais somente podem ser criadas por vontade das partes ou mediante lei, nos termos do art. 265 do CC.²⁷⁰

A solução inteligentemente adotada foi a criação de uma condição para contratação de terceiros pelo administrador, qual seja, a necessidade de que o contrato entre o administrador, em nome do fundo, e o terceiro contratado preveja a cláusula de solidariedade. Dessa forma, a solidariedade passa a ser decorrente da vontade das partes, em estrita observância ao mencionado artigo do Código Civil.

Vale lembrar que a solidariedade criada refere-se especificamente aos prejuízos causados aos cotistas, sendo que cada prestador de serviços contratado responde administrativamente perante a CVM, na esfera de suas respectivas competências, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo e às disposições regulamentares aplicáveis.²⁷¹

A respeito, a CVM se manifestou em 2007, nos seguintes termos:

Entenda-se: fazendo expressa ressalva ao fato de que a subjetividade inerente à responsabilidade administrativa não afasta a solidariedade civil decorrente do contrato requerido pelo § 2.º, a norma do § 5.º deixa absolutamente cristalino que cada prestador de serviços ao fundo responde “por seus próprios atos e omissões”, “na esfera de suas respectivas competências”. *Não há, portanto, em nenhuma hipótese, que*

²⁷⁰ Art. 265 do CC: “A solidariedade não se presume; resulta da lei ou da vontade das partes”.

²⁷¹ Art. 57, § 5.º, da Instrução 409/2004.

*se falar em responsabilidade solidária em processo sancionador.*²⁷² (grifos nossos)

Não obstante a determinação prevista na referida instrução quanto à responsabilidade administrativa individual de cada prestador de serviço no âmbito das respectivas competências e da decisão da CVM supratranscrita, a Instrução 409/2004 estabelece hipóteses em que o administrador responde em conjunto com o gestor, por exemplo, nos casos de inobservância dos limites de investimento previstos na regulamentação e no regulamento.²⁷³ Ainda, com base nos deveres de análise prévia à contratação e contínua fiscalização dos serviços contratados, por parte do administrador, a CVM enxerga no administrador em sentido estrito o guardião do cotista, o verdadeiro *gatekeeper* do fundo.

Esta não nos parece ser a melhor interpretação da norma. Caso o fosse, teríamos uma grave contradição interna. Logicamente, o administrador em sentido estrito deve responder nos casos em que não exercer adequadamente seu papel de fiscalizador. Ou seja, ao não identificar a inobservância de limites ou, em identificando referido “desenquadramento”, não adotar medidas para que o gestor adeque a carteira do fundo aos limites da regra ou do regulamento, aí sim o administrador deveria responder. Da mesma forma, o administrador deve ter um processo adequado de seleção, prévio à contratação em nome do fundo. Esse dever de *due diligence* não deve se confundir com o que a CVM chamou de “solidariedade em processo sancionador”.

Recordemos que cada prestador de serviço contratado constitui um ente sob o qual a CVM possui poder de fiscalização e punição, sendo que cada um deles deveria e deve responder pelos próprios atos, no

²⁷² CVM, Processo Administrativo Sancionador no RJ 2005/9245, Rel. Marcelo Fernandez Trindade, j. 16.01.2007.

²⁷³ “Art. 88 da Instrução 409/2004; a atividade relacionada à observância dos limites, sejam eles estabelecidos na Instrução, sejam relativos ao regulamento do fundo, cabe ao gestor. A atribuição ao administrador dessa responsabilidade, aliada à obrigação de fiscalização, contradiz a afirmação de que cada prestador de serviço responde administrativamente na esfera de suas competências.”

âmbito de suas respectivas competências, sendo que ao administrador cabe o dever de fiscalizar e não o de manter a carteira devidamente enquadrada, no exemplo dedicado à inobservância de limites previstos nas regras e regulamento.

Além da previsão contratual de solidariedade descrita nos parágrafos precedentes, nos casos de instituições participantes da Anbima, aderentes ao Código Anbima ou filiadas à Anbima, deve ser incluída nos contratos com quaisquer terceiros contratados a obrigação de cumprir tarefas contratadas em conformidade com as disposições do Código Anbima.

Por fim, todas as atividades do administrador devem ser executadas observando-se, ainda, as normas de conduta previstas no art. 65-A da Instrução 409/2004, bem como as vedações listadas no art. 65 da referida Instrução.

Além das mencionadas vedações e normas de conduta previstas na Instrução 409/2004, devem ser adotadas as normas de conduta previstas na Instrução 306/1999, que regula a atividade de administrador de carteira, cujo registro é necessário para exercício da atividade de administração de fundos, conforme já discutido. Descreveremos, de forma mais aprofundada, as vedações e normas de conduta previstas nas Instruções 306/1999 e 409/2004 no item 3.2, dedicado ao gestor.

3.2 O gestor

A gestão consiste na atividade de seleção e negociação (denominada pela Instrução 409/2004 de “gestão profissional”) dos ativos financeiros integrantes da carteira do fundo. Podem ser gestores de fundos as pessoas naturais ou jurídicas credenciadas na CVM nos termos do art. 23 da Lei 6.385/1976 e da Instrução 306/1999, como administradores de

carteira de valores mobiliários, mesmo registro exigido para exercício da administração em sentido estrito.²⁷⁴

Para o credenciamento como gestor, nos termos do art. 4.º da Instrução 306/1999, a pessoa natural deve: (i) ser domiciliada no país; (ii) ter reputação ilibada; (iii) possuir curso superior; e (iv) comprovar experiência profissional, seja diretamente relacionada à administração de recursos de terceiros de, no mínimo, três anos, seja em alguma atividade do mercado financeiro que evidencie aptidão para tal de, no mínimo, cinco anos. A CVM pode dispensar a exigência de curso superior em caso de experiência profissional comprovada de, no mínimo, sete anos. A experiência profissional, no entanto, pode ser dispensada em caso de notório saber e elevada qualificação em área do conhecimento que o habilite para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários.

A própria Instrução 306/1999 estabelece que não é considerada experiência profissional a atuação no mercado de valores mobiliários como investidor ou administração de recursos de terceiros de forma não remunerada. Ainda, já se manifestou a CVM, que a experiência profissional em áreas comerciais, de distribuição e/ou atendimento aos clientes não é suficiente para evidenciar aptidão para administração de carteiras de valores mobiliários.²⁷⁵

Já para o credenciamento de pessoa jurídica como administrador de carteira é, conforme determina o art. 7.º da Instrução 306/1999, necessário que: (i) ela seja domiciliada no País; (i) a pessoa jurídica tenha, em seu objeto social, o exercício da administração de carteira de valores mobiliários e esteja regularmente constituída e registrada no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica do Ministério da Fazenda (CNPJ/MF); (iii) atribua responsabilidade pela administração de carteira a um diretor,

²⁷⁴ Art. 56, § 2.º, da Instrução 409/2004.

²⁷⁵ Conforme decisões do Colegiado da CVM RJ2007-0236, de 13.11.2007, RJ2008-3917, de 05.08.2008, e RJ2002-7934, de 19.04.2005.

gerente-delegado ou sócio-gerente autorizado a exercer a atividade pela CVM (nos termos do registro de pessoa natural acima descrito); e (iv) constitua e mantenha departamento técnico especializado em análise de valores mobiliários, sendo facultada a contratação de terceiros devidamente habilitados pela CVM para exercício dessa atividade. O departamento técnico, nos termos da própria Instrução 306/1999, é responsável pela elaboração de estudos e análises de investimento que fundamentem as decisões a serem tomadas.

Além dos requisitos emanados da CVM para o exercício de atividade de gestão, no caso de instituições participantes da Anbima, sejam as aderentes ao Código Anbima, sejam as filiadas à Anbima, os profissionais que desempenham atividade de gestão com poderes para tomar decisão de investimentos devem ser certificados pela própria Anbima, pela certificação de gestores.

O gestor do fundo de investimento possui poderes para negociar, em nome do fundo, os ativos financeiros de sua carteira. Ao gestor cabem, portanto, as decisões de investimento e desinvestimento, sendo responsável pelas respectivas ordens de compra e venda de ativos financeiros e demais modalidades operacionais e pelo envio das informações relativas a negócios realizados pelo fundo ao administrador (em sentido estrito) ou ao prestador de serviço contratado para tal.

Em última instância, podemos dizer que a rentabilidade auferida pelos cotistas decorre, em grande parte, das decisões tomadas pelo

gestor.²⁷⁶ Tanto é assim que o Código Anbima define gestão como conjunto de decisões que determinam a *performance* do fundo de investimento.²⁷⁷

A atuação do gestor deve estar estritamente de acordo com as regras estabelecidas na política de investimentos consubstanciada no regulamento do fundo. Referida política deve descrever como o fundo pretende atingir o seu objetivo de investimento, identificando as principais estratégias, técnicas ou práticas de investimento a serem utilizadas, os tipos de ativos financeiros nos quais o fundo pode investir (incluindo derivativos e suas finalidades), políticas de seleção e alocação de ativos e, quando for o caso, políticas de concentração,²⁷⁸ devendo ser clara em relação: (i) ao percentual máximo de aplicação em títulos ou valores mobiliários de emissão do administrador, do gestor ou de empresas a eles ligadas; (ii) ao percentual máximo de aplicação em cotas de fundos de investimento administrados pelo administrador, pelo gestor ou empresas a eles ligadas; (iii) ao percentual máximo de aplicação em títulos e valores mobiliários de emissão de um mesmo emissor; e (iv) ao propósito do fundo em realizar operações em valor superior ao seu patrimônio, com indicação de seus níveis de exposição em mercados de risco.²⁷⁹

Além do regulamento do fundo, as decisões do gestor no tocante à carteira do fundo devem considerar os limites por emissor e por modalidade de ativo descritos na regulamentação emanada da CVM,²⁸⁰ sendo que o regulamento pode reduzir, mas não aumentar, os limites máximos estabelecidos.

²⁷⁶ Dizemos grande parte porque a rentabilidade depende também, por exemplo, das taxas de administração cobradas ou dos tributos incidentes sobre o investimento; consideramos que os riscos de crédito e de mercado devem ser levados em conta pelo gestor do fundo em suas decisões, ainda que não haja total controle sobre eles.

²⁷⁷ Art. 27 do Código Anbima de Fundos: “A gestão compreende o conjunto de decisões que, executadas com observância dos termos do Regulamento e do Prospecto, determinam a performance do Fundo de Investimento”.

²⁷⁸ Cf. art. 3.º, III, do Anexo I ao Código Anbima de Fundos.

²⁷⁹ Art. 41, § 1.º, da Instrução 409/2004.

²⁸⁰ Arts. 86 e 87 da Instrução 409/2004.

O gestor responde, em conjunto com o administrador, pela inobservância dos limites previstos na regulamentação e no regulamento do fundo.

O gestor deve, ainda, possuir processos e procedimentos que garantam que a liquidez da carteira do fundo esteja adequada aos prazos previstos no regulamento para pagamento dos pedidos de resgate, bem como ao cumprimento das obrigações com o próprio fundo. Apesar de a Instrução 409/2004 estabelecer que cabe ao administrador adotar políticas, práticas e controles para verificação da liquidez,²⁸¹ entendemos que cabe ao gestor tomar as decisões relativas à carteira do fundo para adequá-la a referidos parâmetros. Tanto é assim que a Anbima, por meio de seu Código, atribui expressamente ao gestor referida responsabilidade.²⁸²

Ainda no tocante à tomada de decisões de investimento e desinvestimento da carteira pelo gestor, as normas, tanto da CVM como da Anbima, permitem a criação de conselhos consultivos ou comitês técnicos ou de investimento, os quais não podem ser remunerados às expensas do fundo.²⁸³ Referidos conselhos ou comitês podem encaminhar sugestões ao gestor, formalizadas em atas, mas não podem, nos termos do art. 30 do Código Anbima, interferir na gestão da carteira do fundo.

Importante ressaltar que a Instrução 409/2004 deixa muito claro, em seu art. 63, que a existência de comitês ou de conselhos não exime o gestor de qualquer responsabilidade pelas operações da carteira do fundo. Conclui-se que os cotistas podem até criar conselhos ou comitês em fundos de investimento, mas as decisões ou deliberações de tais organismos não podem vincular o gestor, o qual nunca poderá alegar, na eventualidade de apuração de sua responsabilidade no caso concreto, que

²⁸¹ Cf. art. 65-B da Instrução 409/2004.

²⁸² Cf. art. 27, § 3.º, IV, do Código Anbima de Fundos, cabe ao gestor exercer a gestão de liquidez, nos termos de manual elaborado para esse fim.

²⁸³ Cf. art. 63 da Instrução 409/2004. Não obstante a vedação, a CVM, mediante solicitação, já concedeu autorização para constituição de comitê consultivo remunerado às expensas do fundo, nos termos da consulta RJ-2009-3736.

tomou a decisão em obediência à deliberação do conselho ou comitê para se eximir da referida responsabilidade.²⁸⁴

Questão final relacionada à gestão da carteira no tocante à negociação de ativos refere-se aos poderes de negociação do gestor: poderia o gestor, em nome do fundo, celebrar contratos operacionais relacionados aos ativos da carteira do fundo?

Nossa opinião é de que o gestor possui amplos poderes para gerir a carteira do fundo, inclusive celebrando contratos operacionais relacionados à aquisição ou alienação de ativos financeiros, incluindo-se a escolha de corretoras por meio das quais tais ativos serão efetivamente negociados. Exemplo desses contratos são formulários de abertura de contas em corretoras ou contratos de derivativos não padronizados ou não negociados em Bolsa de Valores. A CVM, no âmbito da audiência pública na qual se discutiu a alteração dos poderes do gestor para inclusão do exercício de direito de voto, manifestou-se no sentido de que seria desnecessário incluir previsão expressa no sentido de que o gestor possui poderes para assinar contratos operacionais, dado que o poder de negociação, mencionado na regra, já inclui poder de representar o fundo nesses documentos.²⁸⁵

Além da seleção e negociação de ativos, a partir da publicação da Instrução 522, em 2012, passou a fazer parte das atribuições do gestor exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observada a política de voto. Até então, o voto era exercido pelo

²⁸⁴ Vale ressaltar que a análise e conclusão acerca dos conselhos consultivos ou comitês de investimento em discussão refere-se exclusivamente aos fundos de investimento regulados pela Instrução 409/2004. O funcionamento de conselhos em comitês em fundos de investimento em participações, por exemplo, regulados pela Instrução 391/2003, pode envolver a aprovação ou veto a determinados investimentos, sendo bastante mais abrangente do que os fundos ora tratados.

²⁸⁵ Relatório de Audiência Pública 6/2011, que resultou na Instrução 522/2012, item 3.11.

administrador ou pelo gestor, munido de procuração outorgada pelo administrador ao gestor para representar o fundo na assembleia.

É verdade que o Código Anbima já atribuía ao gestor essa responsabilidade, inclusive determinando que cada gestor de instituição participante, aderente ao Código ou filiada à Anbima, tivesse uma política de exercício de direito de voto,²⁸⁶ ainda que seu exercício dependesse da outorga de procuração pelo administrador.

Vale, ainda, lembrar que o art. 126 da Lei das S.A. estabelece que o voto em assembleia somente pode ser exercido por acionista ou procurador constituído há menos de um ano e que seja advogado. Nos casos das companhias abertas, também é admitida outorga de procuração à instituição financeira e a representação dos fundos, nos termos do § 1.º do referido artigo, deve ser exercida pelo administrador.

Ora, a instrução da CVM estaria, ao determinar que cabe ao gestor exercer o direito de voto, violando dispositivo legal? A interpretação mais acertada nesse caso é que a Lei das S.A., ao se referir ao administrador como representante do fundo, não está se referindo ao administrador em sentido estrito, e sim ao administrador enquanto prestador de diversos serviços de administração, dentre os quais se encontra o gestor. Teria, portanto, o gestor plenos poderes legais, enquanto prestador de um dos serviços de administração, para exercer o direito de voto em assembleias de acionistas (ou detentores de outros títulos de companhias) em nome do fundo. Além dessa linha de interpretação, a CVM, no Relatório de Audiência Pública 6/2011, ao ser questionada sobre os poderes do gestor para exercer seu direito de voto, tendo em vista o disposto na Lei das S.A., manifestou-se no sentido de que

²⁸⁶ Atualmente, a obrigação consta do art. 20 do Código Anbima de Fundos.

o gestor é administrador de carteira qualificado para exercer direito de voto nos termos da Lei das S.A.²⁸⁷

Todas as atividades do gestor do fundo devem ser executadas, ainda, em estrita observância às normas de conduta previstas no art. 65-A da Instrução 409/2004, a seguir transcrito:

Art. 65-A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta:

I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão;

II – exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo, ressalvado o que dispuser o regulamento sobre a política relativa ao exercício de direito de voto do fundo; e

III – empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, e adotando as medidas judiciais cabíveis.

Parágrafo único. O administrador e o gestor devem transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possam alcançar em decorrência de sua condição, admitindo-se, contudo, que o administrador e o gestor de fundo de cotas sejam remunerados pelo administrador do fundo investido.

Não devemos olvidar que, em virtude do registro de administrador de carteira exigido para exercício de gestão do fundo, o gestor deve observar, ainda, as normas de conduta contidas na Instrução 306/1999, listadas em seu art. 14. Em linhas gerais, as normas de conduta coincidem com aquelas estabelecidas na Instrução 409/2004

²⁸⁷ Relatório de Audiência Pública 6/2011, que resultou na Instrução 522/2012, item 3.11: “A CVM entende que o gestor é qualificado, como administrador de carteiras de valores mobiliários, para representar os condôminos na forma do § 1.º do art. 126 da Lei n.º 6.404, de 1976, não devendo haver óbices ao exercício dos direitos conferidos pela Lei”.

supratranscrita. Entendemos que a única diferença relevante refere-se à obrigatoriedade de manutenção de documentação relativa às operações com valores mobiliários integrantes da carteira sob gestão²⁸⁸ (no caso, do fundo).

Além de desempenhar sua função com observância das normas de conduta mencionadas, o gestor deve assegurar a completa segregação das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, devendo ser adotados procedimentos operacionais objetivando, nos termos do art. 15 da Instrução 306/1999, *in verbis*:

I – a segregação física de instalações entre áreas responsáveis por diferentes atividades prestadas relativas ao mercado de capitais, ou definição clara e precisa de práticas que assegurem o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa;

II – a preservação de informações confidenciais por todos os seus administradores, colaboradores e funcionários, proibindo a transferência de tais informações a pessoas não habilitadas ou que possam vir a utilizá-las indevidamente, em processo de decisão de investimento, próprio ou de terceiros;

III – a implantação e manutenção de programa de treinamento de administradores, colaboradores e funcionários que tenham acesso a informações confidenciais e/ou participem de processo de decisão de investimento;

IV – o acesso restrito a arquivos, bem como à adoção de controles que restrinjam e permitam identificar as pessoas que tenham acesso às informações confidenciais; e

V – o estabelecimento de políticas relacionadas à compra e venda de valores mobiliários por parte de funcionários, diretores e administradores da entidade.

A segregação de atividades, muitas vezes também referida como *Chinese Wall*,²⁸⁹ tem como finalidade mitigar os conflitos de interesse que

²⁸⁸ Art. 14, V, da Instrução 306/1999.

²⁸⁹ Luiz Gastão de Barros Leães define *chinese wall* como o conjunto de regras e procedimentos definidos em política interna adotada pelas companhias de mercado e instituições financeiras com o fim de promover e manter a segregação de informações a que têm acesso os diversos departamentos da organização administrativa de tais sociedades, cujos objetivos podem eventualmente se revelar conflitantes (LEÃES, Luiz

naturalmente surgem na administração de recursos de terceiros, especialmente em relação à administração de recursos próprios ou quando tal atividade é exercida por entidade integrante de conglomerado no qual se exerçam outras atividades no mercado de capitais, como banco de investimento, por exemplo.

Luiz Gastão Paes de Barros Leães²⁹⁰ ensina que a expressão *Chinese Wall* foi adotada pela primeira vez em 1968, pela *Securities and Exchange Commission* (SEC), a agência reguladora norte-americana, no âmbito de um termo de compromisso firmado com a *Merril Lynch* em processo no qual se apurava o uso indevido de informação confidencial (*insider information*). Ao mesmo tempo em que prestava serviços de subscrição pública de ações de determinada empresa, a divisão de *underwriting* da referida instituição permitia que informações confidenciais sobre a perspectiva de baixa lucratividade da empresa vazassem para o setor de administração de carteiras de investidores privados, os quais utilizaram referidas informações para venderem suas ações. A SEC aceitou a proposta da *Merril Lynch* para erigir internamente uma barreira de informações ainda não divulgadas entre as áreas de *underwriting* e demais setores de varejo. Tais políticas de segregação foram finalmente consagradas pela legislação norte-americana em 1984 e em 1988, com a publicação do *Insider Trading Sanctions Act* e do *Insider Trading and Securities Enforcement Act*, respectivamente.

No Brasil, a segregação da atividade de administração de recursos de terceiros foi determinada pelo Conselho Monetário Nacional por meio da Resolução 2.451, de 27 de novembro de 1997. A segregação das demais atividades da instituição financeira poderia ser promovida por meio da contratação de empresa especializada na administração de

Gastão de Barros. A adoção do *Chinese Wall* e a repressão ao *insider trading*. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e Arbitragem*, n. 47, São Paulo: Ed. RT, 2008, p. 229).

²⁹⁰ LEÃES, Luiz Gastão de Barros. Op. cit., p. 230.

recursos de terceiros, sendo obrigatória a designação de diretor responsável exclusivamente para essa atividade.²⁹¹ A Instrução 306, publicada em 1999, refletiu referidas normas de segregação da atividade de administração de recursos de terceiros das demais atividades desempenhadas, inclusive impondo a necessidade de indicação de diretor responsável. Tal diretor não pode exercer nenhuma outra atividade no mercado de capitais, exceto no caso de terceirização da atividade de gestão.²⁹²

Além das normas de conduta, a Instrução 306/1999 estabelece as vedações ao gestor a seguir listadas, que se aplicam, inclusive, quando a carteira administrada se referir a um fundo de investimento:

I – atue como contraparte, direta ou indiretamente, em negócios com carteiras que administre, excetuados os casos (i) de administração de carteiras individuais e houver autorização, prévia e por escrito, do respectivo titular; ou (ii) quando, embora formalmente contratado como administrador de carteira, não detenha, comprovadamente, poder discricionário sobre a mesma e não tenha conhecimento prévio da operação;

II – proceda a qualquer tipo de modificação relevante nas características básicas dos serviços que presta, exceto quando houver autorização, prévia e por escrito, do titular da carteira;

III – faça propaganda garantindo níveis de rentabilidade, com base em desempenho histórico da carteira, ou de valores mobiliários e índices do mercado de capitais;

IV – faça quaisquer promessas quantificadas quanto a retornos futuros da carteira;

V – conceda empréstimos ou adiantamentos, ou abra créditos sob qualquer modalidade, usando, para isso, os recursos que administra, salvo em se tratando de concessão a terceiros de empréstimo de ações para a realização de operações nos mercados autorizados a funcionar pela CVM, desde que haja autorização, prévia e por escrito, do titular da carteira;

²⁹¹ A Resolução 2.486 flexibilizou a determinação de indicação de diretor responsável nos casos de contratação de terceiros não ligados.

²⁹² Art. 15, parágrafo único, da Instrução 306/1999.

VI – promova negociações com os valores mobiliários das carteiras que administra, com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros;

VII – negligencie, em qualquer circunstância, a defesa dos direitos e interesses do titular da carteira, ou omita-se em relação à mesma; e

VIII – promova operações cujo objetivo consista em burlar a legislação fiscal e/ou outras normas legais e regulamentares, ainda que tais negócios aumentem a valorização da carteira administrada.

Não obstante a vedação constante no item I acima, a Instrução permite a subscrição de valores mobiliários para a carteira administrada, no caso de distribuição pública em que a pessoa jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários participe do consórcio de distribuição, desde que em condições idênticas às que prevalecerem no mercado ou em que o administrador contrataria com terceiros, devendo o fato ser informado imediatamente à CVM.

Finalmente, a própria Instrução 409/2004 estabelece determinadas vedações à atuação do administrador, que no nosso entendimento se aplicam ao gestor enquanto prestador de um serviço de administração no que não for conflitante com a sua atividade. Assim, nos termos do art. 64 da Instrução 409/2004, é vedado ao gestor, em nome do fundo:

I – receber depósito em conta-corrente;

II – contrair ou efetuar empréstimos, salvo em modalidade autorizada pela CVM;

III – prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma;

IV – vender cotas à prestação, sem prejuízo da integralização a prazo de cotas subscritas;

V – prometer rendimento predeterminado aos cotistas;

VI – realizar operações com ações fora de bolsa de valores ou de mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela CVM, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações, exercício de bônus de subscrição e nos

casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização;

VII – utilizar recursos do fundo para pagamento de seguro contra perdas financeiras de cotistas; e

VIII – praticar qualquer ato de liberalidade.

Os fundos de investimento poderão utilizar seus ativos para prestação de garantias de operações próprias, bem como para emprestar e tomar ativos financeiros em empréstimo, desde que tais operações de empréstimo sejam cursadas exclusivamente por meio de serviço autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM.

Todas as vedações e normas prudenciais acima descritas visam minimizar os conflitos de interesse naturalmente existentes na atividade de gestão de recursos. Mario Tavernard Martins de Carvalho empresta o conceito de conflito de agência do direito societário para explicar a existência desse conflito, *in verbis*:

Nas sociedades anônimas, em razão principalmente da pulverização do capital, passou-se a notar uma dissociação entre propriedade e gestão. Os acionistas, dispersos, não participavam mais da gestão, sendo que quem direcionava efetivamente a atuação da companhia eram os administradores... Em decorrência desse distanciamento, sabendo que o ser humano age com o intuito de maximizar vantagens pessoais, vislumbra-se a ocorrência de conflitos de interesse entre o proprietário e o administrador, Essa divergência de interesses entre o principal (proprietário) e o agente (administrador) recebe o nome de conflito de agência.²⁹³

O gestor de fundo de investimento é quem efetivamente toma todas as decisões de investimento e desinvestimento e é o responsável pelas operações que determinam, conforme descrito acima, a *performance* do fundo. Por essa razão, nos parece que se configura o conflito de interesses supradescrito entre as atividades do gestor (que seria o agente)

²⁹³ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Op. cit., p. 114.

e as do proprietário (cotista do fundo). Abordaremos a responsabilidade do gestor que infringir seus deveres e normas de conduta em tópico específico.

3.3 O custodiante

A custódia de valores mobiliários é atividade prevista no art. 24 da Lei 6.385/1976, definida como

o depósito para guarda, recebimento de dividendos e bonificações, resgate, amortização ou reembolso, e exercício de direitos de subscrição, sem que o depositário, tenha poderes, salvo autorização expressa do depositante em cada caso, para alienar os valores mobiliários depositados ou reaplicar as importâncias recebidas.²⁹⁴

Nos termos do art. 627 do CC, pelo contrato de depósito recebe o depositário um objeto móvel, para guardar, até que o depositante o reclame, configurando o contrato real.²⁹⁵

A Lei das S.A., em seu art. 41, acrescenta que os valores mobiliários entregues ao custodiante adquirem característica fungível, tornando-se o custodiante proprietário fiduciário.

O Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas dos Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais, por sua vez, determina que o serviço de custódia compreende a liquidação física e financeira dos ativos, sua guarda, bem como a administração e informação de eventos associados a esses ativos, e a liquidação financeira de derivativos.²⁹⁶

A liquidação consiste em: (i) validação das informações de operações recebidas do cliente contra as informações recebidas da

²⁹⁴ Art. 24, parágrafo único, da Lei 6.385/1976.

²⁹⁵ VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito civil: contratos em espécie*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2007. p. 231.

²⁹⁶ Art. 5.º do Código Anbima Serviços Qualificados.

instituição intermediária das operações; (ii) informação às partes envolvidas de divergências que impeçam a liquidação das operações; e (iii) liquidação física e/ou financeira, em tempo hábil, em conformidade com as normas dos diferentes depositários e câmaras e sistemas de liquidação.

A guarda de ativos consiste em: (i) controle, em meio escritural, junto aos depositários, agentes escrituradores, câmaras e sistemas de liquidação ou em meio físico, dos ativos de titularidade do cliente; (ii) conciliação das posições registradas junto aos depositários, agentes escrituradores, câmaras e sistemas de liquidação e instituições intermediárias autorizadas ou mantidas em meio físico, perante os controles internos do custodiante; e (iii) responsabilidade pelas movimentações dos ativos registrados junto aos depositários, agentes escrituradores, câmaras e sistemas de liquidação e instituições intermediárias autorizadas ou mantidas em meio físico, bem como pela informação ao cliente acerca dessas movimentações.

Finalmente, a administração e informação de eventos consiste em: (i) monitorar continuamente as informações relativas aos eventos deliberados pelos emissores e assegurar a sua pronta informação ao cliente; e (ii) receber e repassar ao cliente os eventos relacionados aos ativos em custódia.

Somente bancos comerciais, múltiplos ou com carteira de investimento, caixas econômicas, sociedades corretoras ou distribuidores de títulos e valores mobiliários e entidades prestadoras de serviços de compensação e liquidação e de depósito centralizado de valores mobiliários podem exercer a atividade, que deve ser precedida de autorização da CVM. A prestação de serviços de custódia e os procedimentos para sua autorização estão regulados pela Instrução CVM 542, de 20 de dezembro de 2013. Já a Instrução CVM 541, da mesma data, trata dos prestadores de serviço de depósito centralizado.

No tocante aos fundos de investimento, o § 3.º do art. 2.º da Instrução 409/2004 determina que, excetuadas as cotas de fundos de investimento,

somente poderão compor a carteira do fundo ativos financeiros admitidos a negociação em bolsa de valores, de mercadorias e futuros, ou registrados em sistema de registro, de custódia ou de liquidação financeira devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM, nas suas respectivas áreas de competência.

Além da obrigatoriedade acima descrita, a CVM determina que, caso o administrador não seja credenciado pela CVM como prestador de serviço de custódia de valores mobiliários, o fundo deve contratar instituição credenciada, atribuindo ao custodiante uma função fiscalizadora, ao determinar que os contratos de custódia celebrados pelo fundo devem conter cláusula que: (i) estipule que somente as ordens emitidas pelo administrador, pelo gestor ou por seus representantes legais ou mandatários, devidamente autorizados, podem ser acatadas pela instituição custodiante; e (ii) vede ao custodiante a execução de ordens que não estejam diretamente vinculadas às operações do fundo.²⁹⁷

Importante lembrar, por fim, que, como ensina Ricardo de Santos Freitas,²⁹⁸ a doutrina estrangeira costuma definir o fundo de investimento como uma estrutura tripartite, da qual fazem parte o cotista, o administrador e o custodiante.

No Brasil, não obstante a preocupação com relação à manutenção e guarda dos ativos do fundo de investimento em uma instituição autorizada, não nos parece ser característica essencial de um fundo a existência de um custodiante.

²⁹⁷ Art. 59, parágrafo único, da Instrução 409/2004.

²⁹⁸ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento...* cit., p. 99.

Nesse sentido, a separação entre a propriedade, detida pelo cotista, e os serviços de administração como um todo nos parece ser mais essencial do que o serviço isolado de custódia. Tanto é assim que, caso o administrador em sentido estrito seja credenciado como custodiante, é dispensada a contratação de um terceiro.

3.4 O distribuidor

A distribuição de cota de fundo é a atividade que promove a ligação entre os investidores e o fundo, ou seja, a colocação das cotas junto ao público, ainda que de forma privada. O Código Anbima de Fundos define distribuição como “a oferta de cotas de Fundo de Investimento a investidor ou potencial investidor, de forma individual ou coletiva, resultando ou não em captação de recursos para o Fundo de Investimento”.

A distribuição de cotas de fundos de investimento, nos termos dos arts. 19 e 20 da Instrução 409/2004, somente pode ser realizada por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, devidamente autorizadas, o qual compreende:²⁹⁹ (i) as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários, seja como agentes da companhia emissora, seja por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para colocá-la no mercado; (ii) as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para revendê-los por conta própria; (iii) as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em Bolsas de Valores ou no mercado de balcão; (iv) as Bolsas de Valores; (v) as entidades de mercado de balcão organizado; (vi) as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e (vii) as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

²⁹⁹ Art. 15 da Lei 6.385/1976.

As instituições intermediárias contratadas devem receber do administrador (em sentido estrito) todo o material de divulgação do fundo exigido pela regulamentação em vigor, bem como a informação de qualquer alteração, especialmente no regulamento, respondendo, o administrador, pela exatidão contida no material.

A distribuição de cotas de fundo de investimento constituído sob a forma de condomínio aberto independe de prévio registro na CVM. Já a distribuição de cotas de fundos de investimento constituídos como condomínio fechado deve ser precedida de registro na CVM, seja nos termos das normas que tratam de distribuição pública de valores mobiliários,³⁰⁰ caso não sejam destinados a investidores qualificados, seja por meio de registro automático, mediante entrega de determinados documentos previstos na Instrução 409/2004, caso destinados exclusivamente a investidores qualificados.

Nos termos do Código Anbima de Fundos, constituem responsabilidades do distribuidor, em relação a seus clientes: (i) a prestação adequada de informações sobre o Fundo de Investimento, esclarecendo suas dúvidas e recebendo reclamações; (ii) o fornecimento dos documentos dos fundos investidos, como prospecto, regulamento, termo de adesão e/ou demais documentos obrigatórios; (iii) o controle e manutenção de registros internos referentes à compatibilidade entre as movimentações dos recursos dos clientes e sua capacidade financeira e atividades econômicas, nos termos das normas de proteção e combate à lavagem de dinheiro ou ocultação de bens e direitos; e (iv) o atendimento aos requisitos da legislação e da regulação e melhores práticas em relação à adequação dos investimentos recomendados (*suitability*).³⁰¹

³⁰⁰ Instrução CVM 400/2003.

³⁰¹ A obrigação de verificação da adequação do produto ao perfil de risco do investidor era uma obrigação estabelecida exclusivamente por autorregulação, nos termos do Código Anbima de Fundos. A CVM passou a obrigar todas as instituições intermediárias e consultoras a verificar a adequação do produto ao perfil de risco do cliente por meio da

Além da distribuição que denominaremos direta, na qual o distribuidor atua como mero agente de intermediação e o investidor subscreve as cotas junto ao administrador do fundo, mantendo-as em seu nome, a Instrução 409/2004 autoriza que os fundos contratem instituições intermediárias para realizar a distribuição por conta e ordem de seus clientes.³⁰²

Nessa modalidade de distribuição, a subscrição ocorre em nome do intermediário, que mantém registro complementar interno dos cotistas, de forma que a instituição intermediária inscreva no registro complementar de cotistas a titularidade das cotas em nome dos investidores, atribuindo a cada cotista um código de cliente e informando tal código ao administrador do fundo. O administrador, ou instituição contratada, por sua vez, deve escriturar as cotas de forma especial no registro de cotistas do fundo, adotando, na identificação do titular, o nome da instituição intermediária, acrescido do código de cliente por esta fornecido, e que identifica o cotista em seu registro complementar.

A Instrução 409/2004 esclarece, para que não reste nenhuma dúvida sobre a natureza fiduciária da subscrição em nome dos investidores finais, que “os bens e direitos de clientes das instituições intermediárias não respondem direta ou indiretamente por nenhuma obrigação contraída por tais instituições, sendo-lhes vedada a constituição, em proveito próprio, de ônus reais ou de direitos reais de garantia em favor de terceiros sobre as cotas dos fundos”.³⁰³

Vale ressaltar que, tendo em vista que o administrador ou terceiro contratado não possui a identificação do investidor final, o intermediário que atua por conta e ordem dos clientes assume todas as

Instrução CVM 539, de 13 de novembro de 2013, e que entrou em vigor em 5 de janeiro de 2015.

³⁰² Art. 33 da Instrução 409/2004.

³⁰³ Art. 35, parágrafo único, da Instrução 409/2004.

responsabilidades e ônus relacionados à relação direta com referidos clientes, dentre as quais se incluem o cadastramento, a identificação, o fornecimento de informações, os procedimentos de controle e a prevenção à lavagem de dinheiro ou ocultação de bens, valores e direitos, as comunicações com a CVM acerca dos clientes, o fornecimento de informações aos clientes, a comunicação aos clientes acerca das assembleias-gerais de cotistas e sobre suas deliberações, a manutenção de serviço de atendimento ao cotista, para esclarecimento de dúvidas e recebimento de reclamações de seus clientes, e a obrigação de efetuar todas as retenções e recolhimentos de tributos incidentes nas aplicações ou resgates nos fundos, especialmente a retenção de imposto de renda na fonte. Todas as obrigações referidas serão transferidas ao administrador do fundo distribuído em caso de rescisão do contrato de distribuição, momento em que a instituição intermediária identificará o cliente ao administrador e fornecerá toda a documentação necessária.

Em suma, o administrador em sentido estrito, por meio da modalidade de distribuição por conta e ordem, transfere todas as obrigações relacionadas ao cliente que a ele caberiam ao intermediário, que assume todas as demais obrigações.

A distribuição por conta e ordem permite que uma instituição intermediária distribua fundos administrados por outras instituições sem que o cliente final seja revelado, contribuindo para o desenvolvimento das plataformas abertas³⁰⁴ de distribuição, aumentando a oferta de produtos a seus clientes e, conseqüentemente, promovendo a concorrência no mercado de fundos.

³⁰⁴ Definimos como plataforma aberta de distribuição o oferecimento de fundos de investimento e demais produtos financeiros, se for o caso, que sejam administrados ou emitidos por terceiros que não o próprio distribuidor. Em princípio, esse modelo de negócio traz mais independência e isenção no oferecimento de produtos aos clientes, mas é importante lembrar que o distribuidor é remunerado pelo fundo distribuído e que essa remuneração pode variar conforme o fundo, gerando potenciais conflitos de interesse.

Outra forma de distribuir produtos de terceiros sem que o cliente final seja “revelado” ao administrador do fundo distribuído é a criação de veículos de investimento ou fundos de investimento em cotas de fundos de investimento (FIC). Nesse caso, o distribuidor administra o veículo ou o mantém sob administração de alguma instituição com a qual mantenha algum tipo de relacionamento mais próximo, no qual seus clientes investirão os recursos. O FIC, por sua vez, é quem faz o investimento no fundo distribuído, sendo identificado junto ao administrador, que não saberá quem são os clientes finais.

Um ponto que merece atenção refere-se à remuneração recebida pelo distribuidor do fundo distribuído, tendo em vista que pode contribuir para potencializar conflitos de interesse em relação à oferta de produtos aos clientes. Uma vez que cada fundo de investimento distribuído pode contratar seus respectivos distribuidores e remunerá-los, o distribuidor possuirá uma série de produtos à disposição de seus clientes, os quais o remuneram de forma e em montante variados. É fácil perceber o surgimento de um conflito de interesse potencial na escolha do produto a ser oferecido ao cliente: o distribuidor oferece ao cliente o melhor produto, em relação ao seu perfil de risco, ou oferece o que melhor lhe remunera? A aparência de conflito aflora de forma mais evidente ainda no caso em que é feita a distribuição por meio de FIC, onde atue o distribuidor, diretamente ou por meio de instituições de seu grupo econômico, como gestor, escolhendo produtos que serão adquiridos para a carteira do FIC.

Buscando minimizar referido conflito, a Anbima, por meio de seu Código Anbima de Fundos, estabeleceu que os distribuidores devem informar a seus clientes que recebem remuneração do fundo distribuído, seja a distribuição realizada diretamente, por meio de FIC ou na modalidade conta e ordem, que essa remuneração pode variar conforme o fundo.³⁰⁵

³⁰⁵ Art. 35 do Código Anbima de Fundos.

3.5 O consultor

A atividade de consultoria de valores mobiliários está prevista no art. 27 da Lei 6.385/1976, que autoriza a CVM a fixar normas sobre o exercício da referida atividade sem exigir que os consultores devam se registrar perante o órgão regulador. A habilitação está, atualmente, prevista na Instrução CVM 43, de 5 de março de 1985. Referida instrução, extremamente sucinta, além de exigir habilitação prévia junto à CVM para exercício da atividade, determina que

os pretendentes à habilitação ao exercício das atividades acima mencionadas, enquanto não regulamentadas especificamente, deverão, além de possuir comprovada experiência em atuação no mercado de valores mobiliários, atender às exigências para ocupação de cargos de diretoria em sociedades corretoras e distribuidoras, previstas na Resolução n.º 527, de 15.04.79, do Conselho Monetário Nacional.³⁰⁶

A Resolução CMN 527 foi revogada por uma série de resoluções,³⁰⁷ sendo que, atualmente, a posse e o exercício de cargos em órgãos estatutários ou contratuais das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil estão disciplinados pela Resolução CMN 4.122.

Ocorre que, desde a edição da Instrução CVM 43, a CVM não editou normas específicas sobre a atividade de consultor de valores mobiliários, não obstante tê-lo feito no tocante aos administradores de carteira, os quais também eram objeto da referida Instrução CVM 43.³⁰⁸

³⁰⁶ Instrução 43/1985, II.

³⁰⁷ Resolução CMN 1.021, Resolução CMN 1.763, Resolução CMN 2.645, Resolução CMN 3.041, esta última revogada pela Resolução CMN 4.122, atualmente em vigor.

³⁰⁸ A Instrução 43/1985 foi parcialmente revogada pela Instrução 82, de 19 de setembro de 1988, no tocante à administração de carteira de valores mobiliários, permanecendo em vigor com relação às atividades de consultoria. A Instrução CVM 82/1988 foi revogada pela Instrução 306/1999. Mesmo antes da Instrução 82/1988, a CVM detalhou o

Por conta da falta de critérios claros e objetivos para a concessão do registro de consultor de valores mobiliários, muitas vezes a área técnica da CVM utilizou, para avaliação e concessão de autorização a pleiteantes do registro de consultores de valores mobiliários, os critérios estabelecidos nas normas relativas à concessão de registro de administradores de carteira.

Não obstante, o colegiado da CVM, em diversas ocasiões,³⁰⁹ se manifestou no sentido de não serem aplicáveis referidos critérios, haja vista que as atividades são diferentes, especialmente no tocante à comprovação de aptidão para gestão de valores mobiliários.

Atualmente, a CVM utiliza, como critérios para concessão da autorização de consultores de valores mobiliários, as exigências estabelecidas pelos diretores da CVM, em decisão do Colegiado de 19 de agosto de 2008.³¹⁰

A Instrução 409/2004, nos termos do inc. II do § 1.º do art. 56, permite ao fundo contratar os serviços de consultoria de investimentos.

Ressalte-se que a CVM utilizou a denominação “consultoria de investimentos”, e não “consultoria de valores mobiliários”, atividade regulada que viemos descrevendo *supra*. Num primeiro momento, poderíamos entender que a CVM permitiu aos fundos, portanto, que contratassem qualquer consultor que tratasse de investimentos, não necessariamente credenciado para o exercício de consultoria de valores

credenciamento do administrador de carteira desde 1987, por meio da Instrução CVM 67/1987.

³⁰⁹ Processo CVM 4.747/2007, do qual foi relator o Diretor Marcos Barbosa Pinto, por exemplo, do qual destacamos o seguinte trecho: “Tendo em vista essas diferenças fáticas e normativas, entendo que a Instrução 306 não pode ser aplicada ao caso em exame, nem mesmo por analogia. E uma vez afastada a incidência da Instrução 306/99, afasto também a aplicação de todos os precedentes a ela relacionados, pois eles não guardam relação com o caso ora em exame”.

³¹⁰ Procs. RJ2008/0296, RJ2008/1839 e RJ2008/4324, Rel. Diretor Sergio Weguelin.

mobiliários. Isso porque o fundo de investimento pode, nos termos da Instrução 409/2004, investir seus recursos em ativos que não são considerados, em sentido estrito, valores mobiliários,³¹¹ ativos esses sobre os quais um consultor poderia prestar seus serviços.

Não nos parece ser essa a melhor interpretação. A CVM, ao deixar claro que a contratação de terceiros é faculdade do fundo, excetuados os serviços de auditoria independente e, quando o administrador em sentido estrito não estiver autorizado, também os serviços de tesouraria, controle, processamento dos ativos financeiros, distribuição das cotas, escrituração e resgate das cotas e custódia, determina que tais terceiros devam estar devidamente habilitados ou credenciados. Leia-se o *caput* do art. 57 da Instrução 409/2004, *in verbis*:

Art. 57. A contratação de terceiros devidamente habilitados ou autorizados para a prestação dos serviços de administração, conforme mencionado no art. 56, é faculdade do fundo, sendo obrigatória a contratação dos serviços de auditoria independente (art. 84) e, quando não estiver o administrador devidamente autorizado ou credenciado para a sua prestação, os serviços previstos nos incisos III, IV, V e VI. (grifos nossos)

Apesar de suficientemente claro que qualquer terceiro contratado deva estar habilitado ou credenciado junto à CVM para exercício de um dos serviços que a Instrução 409/2004 denomina de administração, listados no art. 56 e no qual se encontra a consultoria, a sistemática de responsabilização administrativa dos prestadores de serviço corrobora nosso entendimento. Isso porque, nos termos do § 2.º do mesmo art. 57, a Instrução 409/2004 estabelece que cada prestador de serviço responde perante a CVM, na esfera de suas competências, por seus próprios atos e omissões, contrários à lei, ao regulamento do fundo e às disposições regulamentares aplicáveis. Ora, se cada prestador deve responder por seus atos perante a CVM, pressupõe-se que esta tenha competência para processar e punir o agente infrator. Um consultor de investimentos que não

³¹¹ Vide MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Op. cit.

se caracterizasse como consultor de valores mobiliários e, portanto, não fosse credenciado na CVM para o exercício da atividade, não estaria sob a sua competência fiscalizatória.

Portanto, entendemos que a atividade de consultoria à qual a Instrução 409/2004 se refere é a consultoria de valores mobiliários, prevista no art. 27 da Lei 6.385/1976, sendo imprescindível o credenciamento dos pretendentes à prestação dos serviços junto à CVM.

3.6 O controlador de ativo e de passivo e tesouraria

A Instrução 409/2004 determina que é obrigatória a contratação dos serviços de tesouraria, controle e processamento dos ativos financeiros do fundo sempre que o administrador em sentido estrito não estiver autorizado ou credenciado a prestar tais serviços.

Os serviços de tesouraria são serviços bancários, prestados por instituições financeiras devidamente autorizadas a funcionar pelo Bacen e a manter conta-corrente. De forma bastante simples, são as contas bancárias mantidas pelo fundo, por meio das quais são realizados aplicações e resgates de cotas, bem como liquidação dos investimentos e, quando for o caso, pagamento de tributos.

Já os serviços de controle e processamento de ativos são denominados também de “controladoria”. O Código Anbima de Serviços Qualificados define controladoria de ativos como a execução das seguintes atividades: (i) recebimento, do administrador em sentido estrito, de informações relativas às provisões de despesas; (ii) recebimento, do custodiante, do saldo de caixa; (iii) recebimento, do custodiante, da posição de custódia e da movimentação dos ativos integrantes da carteira; (iv) administração dos lançamentos do caixa relacionados ao pagamento de despesas do fundo, tais como taxa de auditoria, taxa de fiscalização da CVM, taxa de administração, dentre outros; (v) apreçamento dos ativos e instrumentos financeiros, que consiste na atribuição de preços, segundo

metodologia definida e auditável; (vi) recebimento de quantidade de cotas emitidas e resgatadas da controladoria de passivo e do total de cotas; (vii) apuração do patrimônio líquido; (viii) apuração do valor da cota; (ix) informação sobre o valor da cota à controladoria de passivo; (x) geração de informações para a contabilidade; (xi) recebimento, da controladoria de passivo, de informações referentes aos eventos de cisão e incorporação; e (xii) emissão de relatórios constando posições atualizadas de ativos, caixa e cotas.

Não obstante a Instrução 409/2004 não mencionar, é prática corrente no mercado a contratação, ainda, pelo administrador, em nome do fundo, de serviços de controladoria de passivos e contabilidade.

A atividade de controladoria de passivo, nos termos do art. 11 do Código Anbima de Serviços Qualificados, consiste em: (i) disponibilizar sistema que efetue o registro e a manutenção do cadastro do cotista; (ii) receber o valor da cota da controladoria de ativos; (iii) informar ao prestador do serviço de controladoria de ativos as cotas emitidas, resgatadas e o total de cotas em estoque; (iv) controlar as posições individualizadas e o histórico das movimentações dos cotistas; (v) liquidar os eventos de amortização de cotas, quando for o caso; (vi) liquidar os eventos de emissão e resgate de cotas; (vii) processar eventos societários, tais como cisão, incorporação, liquidação e transformação de condomínio aberto para fechado; (viii) atualizar o saldo dos cotistas; (ix) apurar, reter e recolher tributos; (x) emitir avisos, informes e extratos aos cotistas; (xi) averbar gravames que incidam sobre as cotas, quando for o caso; (xii) conciliar créditos provenientes das movimentações financeiras dos cotistas com a conta-corrente do respectivo fundo; (xiii) prestar informações e atender a ordens de autoridades judiciais, órgãos reguladores, Bolsas de Valores e depositários; (xiv) fornecer informações referentes aos cotistas e quantidade de cotas ao escriturador, quando se tratar de fundo fechado com cotas negociadas no mercado secundário; (xv) gerar informações para a área ou prestador de serviços de contabilidade; e (xvi) receber e enviar

informações para o distribuidor de cotas, referente aos cotistas, valores aplicados e resgatados, valores e quantidades de cotas, quando aplicável.

Já a prestação de serviços de contabilidade envolve: (i) efetuar, diariamente, os lançamentos contábeis referentes às informações provenientes dos controles de ativo e passivo; (ii) elaborar as informações financeiras e deixá-las à disposição para divulgação; (iii) atender a auditoria interna e externa; (iv) contabilizar e refletir, nas demonstrações contábeis, os eventos societários, tais como cisão, incorporação e encerramento; (v) conciliar as demonstrações contábeis com as informações recebidas da controladoria de ativo e de passivo; e (vi) recolher taxas e impostos, quando aplicáveis.

3.7 O escriturador

O art. 57 da Instrução 409/2004 determina que, caso o administrador não seja habilitado, é obrigatória a contratação de um terceiro para prestação de serviços de escrituração da emissão e resgate de cotas.

O serviço de escrituração de ações e outros valores mobiliários somente pode ser prestado por instituições financeiras autorizadas pela CVM, conforme estabelecido pelo § 2.º do art. 34 da Lei das S.A., com a atual redação dada pela Lei 12.810/2013.

Nos termos definidos pela CVM, na Instrução 543, de 20 de dezembro de 2013, a prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários compreende: (i) a abertura e manutenção, em sistemas informatizados, de livros de registro, conforme previsto na regulamentação em vigor; (ii) o registro das informações relativas à titularidade dos valores mobiliários, assim como de direitos reais de fruição ou de garantia e de outros gravames incidentes sobre os valores mobiliários; (iii) o tratamento das instruções de movimentação recebidas do titular do valor mobiliário ou de pessoas legitimadas por contrato ou mandato; (iv) a realização dos

procedimentos e registros necessários à efetivação e à aplicação aos valores mobiliários, quando for o caso, do regime de depósito centralizado; e (v) o tratamento de eventos incidentes sobre os valores mobiliários.

Trata-se, portanto, no caso de fundos de investimento, da manutenção de sistemas para registro da titularidade dos cotistas, bem como da emissão e resgate das cotas do fundo.

Conforme é possível se verificar da leitura do item anterior, que tratou dos serviços de tesouraria e controladoria, a escrituração da emissão e do resgate das cotas está inserida no rol das atividades que descrevemos como controladoria de passivo.

3.8 O auditor

A atividade de auditoria independente está prevista na Lei 6.385/1976, que determina que as empresas de auditoria contábil e os auditores contábeis independentes devam ser registrados na CVM para que possam auditar as contas de companhias abertas e das instituições e sociedades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Já a Instrução CVM 308 trata do registro e do exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, definindo quais os requisitos para concessão do registro pela CVM e deveres e responsabilidades dos auditores independentes.

Os fundos devem ter suas contas auditadas anualmente, conforme determina o art. 84 da Instrução 409/2004, observada a exceção outorgada a fundos que estejam em funcionamento há menos de 90 dias, contados do encerramento do seu exercício social.

Lembremos que o § 3.º do art. 50 da Lei 4.728/1965 já determinava a obrigatoriedade, por parte dos fundos constituídos como

condomínio, de auditoria realizada por auditor independente, que, na época da referida Lei, ainda tinha seu registro junto ao Bacen.

Vale ressaltar, apenas, que a atividade de auditoria não se confunde com a de contabilidade. A elaboração das demonstrações contábeis do fundo é de responsabilidade do administrador, ainda que contrate um terceiro para o exercício dessa atividade, nos termos que descrevemos no tópico dedicado à prestação de serviço de controladoria de ativo e de passivo e tesouraria.

3.9 A agência de classificação de risco

A atividade de classificação de risco de crédito, também denominada de *rating*, consiste na atividade de opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários, categoria na qual se incluem os fundos de investimento.

A Instrução 409/2004 faculta ao administrador, em nome do fundo, contratar agência de classificação de risco. Entendemos que a atividade de classificação de risco referida na Instrução 409/2004 corresponde à atividade de classificação de risco de crédito suprarreferida, a qual se encontra regulamentada na Instrução CVM 521, de 25 de abril de 2012.

Referida Instrução CVM 521/2012 define agência de classificação de risco de crédito como a pessoa jurídica registrada ou reconhecida pela CVM que exerce profissionalmente a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários, determinando, ainda, que a classificação de risco de crédito é atividade privativa de agência de classificação de risco de crédito registrada, no caso de agência domiciliada no Brasil, ou reconhecida, no caso de agência domiciliada no exterior, pela CVM.

A Instrução CVM 521 foi publicada no dia 26 de abril de 2012, tendo tratado, pela primeira vez, da atividade de classificação de risco. Até então, a atividade não era regulada e podia ser exercida livremente.

Vale ressaltar que o arcabouço criado para exercício da atividade de classificação de risco de crédito utilizou como base legal o inc. I do art. 8.º da Lei 6.385/1976, que determina que compete à CVM regulamentar as matérias previstas na própria lei e na Lei das S.A., bem como o art. 27, que trata da atividade de analista de valores mobiliários. Não há, nem em uma lei nem em outra, qualquer menção à atividade de classificação de risco de crédito ou da competência da CVM para regulamentá-la.

Não obstante, e apesar do conteúdo aberto da Lei 6.385/1976 ao tratar da atividade de analista de valores mobiliários,³¹² parece-nos que a classificação de risco de crédito constitui uma modalidade de análise de valores mobiliários.

Ora, o analista elabora relatórios ao público, nos quais exprime suas opiniões sobre determinado emissor ou valor mobiliário; já a agência de classificação de risco de crédito emite sua opinião sobre o risco de crédito de determinado emissor, operação ou ativo.

Parece-nos claro, portanto, que a CVM possui competência para, com base no entendimento de que a classificação de risco de crédito poderia ser inserida no âmbito de análise de valores mobiliários, sobre a qual possui competência legalmente estabelecida, regulamentar a atividade das agências de classificação de risco de crédito.

³¹² A Lei 6.385/1976 apenas menciona que a CVM poderá fixar normas sobre o exercício da atividade de analista de valores mobiliários.

3.10 Remuneração dos agentes

Excetuados os serviços de custódia e de auditoria, todos os demais serviços prestados ao fundo devem ser remunerados por meio da taxa de administração. Em outras palavras, a taxa de administração cobrada do fundo é repartida entre diversos prestadores de serviço, que incluem o administrador em sentido estrito, o gestor, os distribuidores e as demais entidades já listadas.

A custódia e a auditoria são despesas adicionais, que não integram a taxa de administração.

Já a agência classificadora de risco deve ser remunerada pelo administrador em sentido estrito, nos termos do inc. I do § 5.º do art. 41 da Instrução 409/2004. No entanto, nos termos do § 8.º do mesmo artigo, referida remuneração pode constituir despesa do fundo, desde que seja deduzida da taxa de administração e tal possibilidade conste do regulamento do fundo.

Em sendo caracterizada como despesa do fundo, seja deduzida da taxa de administração ou não, a remuneração é paga diretamente pelo fundo aos diversos prestadores de serviço.

A taxa de administração deve ser fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo,³¹³ exceto no caso de fundos destinados a investidores qualificados, que podem cobrar taxa de administração nos termos previstos nos respectivos regulamentos.³¹⁴

Além da taxa de administração, o regulamento do fundo pode prever o pagamento de remuneração baseada em desempenho, também denominada taxa de *performance*. A taxa de *performance*, assim como a

³¹³ Art. 41, VII, da Instrução 409/2004, que determina, ainda, que a base deve ser 252 dias.

³¹⁴ Art. 110, III, da Instrução 409/2004.

taxa de administração, pode ser dividida entre diversos prestadores de serviço. Normalmente, remunera o gestor e os distribuidores, estes últimos exclusivamente em relação aos clientes aos quais distribuir cotas do fundo. Vale lembrar que os fundos classificados como curto prazo, referenciado ou renda fixa, que não sejam destinados a investidores qualificados, não podem cobrar taxa de *performance*.

As taxas de administração e de *performance* devem constar expressamente do regulamento e do prospecto do fundo, se houver, e somente podem ser aumentadas por meio de deliberação dos cotistas, reunidos em assembleia.

3.11 Perspectivas trazidas pelas possíveis alterações das regras: os Editais de Audiência Pública CVM 14/2011, 03/2014, 04/2014 e 10/2014

Em 28 de abril de 2014, a CVM colocou em audiência pública dois editais contendo propostas de mudanças relevantes às regras dos fundos de investimento.

O Edital de Audiência Pública SDM 03/2014 propôs a alteração do conceito de investidor qualificado, não apenas no tocante aos investidores de fundos de investimento, como também em relação aos investidores de outros ativos sob responsabilidade da CVM.

Além disso, a CVM propôs a eliminação das regras que exigem investimento ou valor unitário mínimo para aplicação em determinados ativos. Segundo a CVM, os benefícios decorrentes dessa alteração são o aumento da liquidez do mercado secundário de valores mobiliários e maior possibilidade de diversificação das carteiras de valores mobiliários.³¹⁵

Trataremos, no presente tópico, apenas das regras que atingem os fundos de investimento.

³¹⁵ Edital de Audiência Pública SDM 03/2014, da CVM, de 28 de abril de 2014, p. 1.

Nos termos do art. 109 da Instrução 409/2004, as pessoas físicas e jurídicas somente são consideradas investidores qualificados se possuírem investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00, bem como declararem sua condição de investidor qualificado, ciente da menor proteção regulatória.

Em primeiro lugar, a CVM propõe aumentar o valor dos investimentos financeiros para que um investidor seja considerado qualificado a partir de R\$ 1.000.000,00.

Em segundo lugar, a CVM sugere a criação de uma nova categoria de investidores, que necessitam ainda menos de proteção regulatória, que denominou de investidores profissionais.

Para que um investidor seja considerado profissional, segundo a proposta da CVM, será necessário que tenha investimentos de, no mínimo, R\$ 20.000.000,00.

Os valores propostos para o investidor qualificado e profissional, nos termos do edital, são resultado de estimativas da CVM sobre

(i) o resultado a partir do qual é racional o investidor médio dedicar parte relevante de seu tempo à administração de seus investimentos financeiros e, assim, passar a conhecer melhor o mercado de capitais; e (ii) o patrimônio mínimo que permite ao investidor ter acesso a prestadores de serviço que o auxiliem na administração de seus recursos.³¹⁶

Ao criar a categoria de investidor profissional, a CVM propõe eliminar o investimento mínimo de R\$ 1.000.000,00 aos fundos de investimento que gozam de maior liberdade, nos termos descritos no item 1.3. Extinguem-se, assim, o investidor e o fundo que o mercado passou a denominar “superqualificados”, sendo criado o conceito de investidor profissional, que independe do investimento mínimo em determinado fundo.

³¹⁶ Edital de Audiência Pública SDM 03/2014, da CVM, de 28 de abril de 2014, p. 2.

Importante mencionar que os valores propostos pela CVM foram objeto de intensos debates com participantes da indústria. A Anbima, por exemplo, sugeriu à CVM a adoção de investimento financeiro de R\$ 700.000,00 para os investidores serem considerados qualificados, e R\$ 10.000.000,00 para que fossem considerados profissionais.³¹⁷

Já por meio do Edital de Audiência Pública SDM 04/2014, a CVM propôs uma série de mudanças às atuais regras dos fundos de investimento, substituindo-se a Instrução 409/2004.

Segundo a CVM, a proposta

tem por objetivo modernizar as regras aplicáveis aos fundos de investimento em diversos aspectos, em especial: (i) valorização dos meios eletrônicos de comunicação; (ii) racionalização do volume e forma de divulgação das informações; (iii) maior transparência no que se refere à política de distribuição; (iv) vedação ao recebimento de remuneração que prejudique a independência na gestão do fundo; (v) aprimoramento da regulação no que se refere à taxa de performance; e (vi) flexibilização dos limites de aplicação em determinados ativos financeiros, sobretudo o exterior.³¹⁸

Além dos tópicos acima mencionados, a CVM propôs, por meio da minuta de instrução, uma nova categoria de fundos, denominada fundo de risco soberano, com o objetivo de criar uma alternativa ao público investidor da caderneta de poupança.

O fundo de risco soberano deve ser um fundo que investe em títulos públicos ou ativos de emissão de instituições financeiras que tenham risco de crédito no mínimo equivalente ao risco soberano. Ou seja, trata-se de um investimento seguro e, se aplicado em títulos pós-fixados, com baixa volatilidade.

³¹⁷ Nos termos do Ofício da Diretoria ANBIMA OF-DIR 023/2014, datado de 10 de julho de 2014 e disponível no *site* da CVM.

³¹⁸ Edital de Audiência Pública SDM 04/2014, da CVM, de 28 de abril de 2014, p. 1.

Além disso, a CVM propôs que os fundos dessa categoria tenham regras de comunicação e distribuição mais simples que os demais fundos, estando dispensados da assinatura de termo de adesão. O objetivo da CVM é que o fundo possa ter custos mais baixos e, conseqüentemente, taxas de administração mais baixas, apresentando vantagens em relação à poupança.

Os termos da minuta de instrução foram amplamente discutidos pelos participantes do mercado e as sugestões encaminhadas à CVM encontram-se disponíveis no endereço virtual (*site*) da autarquia.

Vale lembrar, ainda, que a CVM propôs, em 2011, alterações às regras que tratam do administrador de carteira de valores mobiliários, conforme mencionado na nota 263 acima. O prazo para manifestações do mercado às propostas da CVM encerrou-se em 22 de janeiro de 2012 e a CVM indicou que deseja publicar a nova instrução, que substituirá a Instrução CVM 306/99. Nesse sentido, foi publicado, em 29 de outubro de 2014 um novo edital, propondo que o administrador de carteira de valores mobiliários possa ser credenciado em duas categorias: (i) o administrador fiduciário, que chamamos no presente estudo de administrador em sentido estrito; e (ii) gestor de recursos. Nos termos da proposta da CVM, o administrador fiduciário ou em sentido estrito deve ser banco múltiplo, banco comercial, Caixa Econômica Federal, banco de investimentos, sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou sociedade distribuidora de títulos ou valores mobiliários.

Até a data da impressão do presente trabalho (12 de dezembro de 2014), não obstante as análises e debates no âmbito do Colegiado da CVM, nenhuma das três minutas havia sido publicada.

4

RESPONSABILIDADE CIVIL DO ADMINISTRADOR E DO GESTOR DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

A responsabilidade civil, assim entendida como a forma de obrigação dos agentes de indenizar eventuais prejuízos, funciona como mais uma forma de impor certa disciplina ao mercado: como se demonstrará a seguir, a responsabilidade estimula a prática zelosa e busca evitar a ocorrência de problemas, constituindo, em conjunto com a regulação, uma rede de proteção do investimento privado.

O administrador e o gestor possuem papéis essenciais na indústria, sendo o primeiro considerado pela CVM como *gatekeeper* do fundo e o segundo o verdadeiro tomador de decisões acerca dos investimentos da carteira.

Em virtude dos potenciais problemas que podem surgir no exercício de suas respectivas atividades, serão analisados neste capítulo os fundamentos da responsabilidade civil do administrador e do gestor dos fundos.

3.1 Noções sobre responsabilidade civil

O termo responsabilidade traz consigo, intuitivamente, a ideia de consequência. No entanto, apesar da aparente simplicidade, não há, entre os doutrinadores, um conceito único ou que seja suficientemente sintético do que seja a responsabilidade civil.

Fernando Pessoa Jorge afirma que a responsabilidade civil pode ser definida como a situação em que se encontra alguém que, tendo

praticado um ato ilícito, é obrigado a indenizar o lesado pelos prejuízos que lhe causou.³¹⁹

Nesse sentido, a obrigação de que o causador de um dano o repare nos inspira os mais estritos princípios de justiça³²⁰ e, conforme conceitua José de Aguiar Dias, a responsabilidade é repercussão obrigacional da atividade do homem.³²¹

Sílvio de Salvo Venosa corrobora com a ideia de que a responsabilidade busca restaurar um equilíbrio patrimonial ou moral violado. Assim, toda atividade que acarreta um prejuízo gera responsabilidade ou dever de indenizar, sendo que o termo responsabilidade é utilizado em qualquer situação na qual alguma pessoa, natural ou jurídica, deva arcar com as consequências de um ato, fato ou negócio danoso. Ou seja, a responsabilidade civil seria o conjunto de princípios e normas que regem a obrigação de indenizar.³²²

Por fim, Maria Helena Diniz conceitua responsabilidade civil como

a aplicação de medidas que obriguem uma pessoa a reparar o dano moral ou patrimonial causado a terceiros, em razão de ato por ela mesmo praticado, por pessoa por quem ela responde, por alguma coisa a ela pertencente ou de simples imposição legal.³²³

A definição supratranscrita leva em conta não apenas a ideia de culpa ou violação a regras (ato ilícito), mas também os casos em que a lei

³¹⁹ JORGE, Fernando Pessoa. *Ensaio sobre os pressupostos da responsabilidade civil*. Coimbra: Almedina, 1995. p. 36. Ressalte-se que, para o referido autor, a inexecução lícita de determinada obrigação não integra a responsabilidade civil, e sim a teoria do risco.

³²⁰ RODRIGUES, Sílvio. *Direito civil*. Responsabilidade civil. 9. ed. São Paulo: Saraiva. vol. 4, p. 2.

³²¹ DIAS, José de Aguiar. *Da responsabilidade civil*. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1987. p. 2.

³²² VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito civil: responsabilidade civil*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2007. vol. IV. p. 1.

³²³ DINIZ, Maria Helena. Op. cit., p. 36.

atribua a alguém a responsabilidade ou o dever de responder, ou seja, os casos de responsabilidade chamada objetiva ou sem culpa.

4.2 Teorias da responsabilidade civil

As teorias que fundamentam a responsabilidade civil podem ser divididas em dois grupos, conforme as fontes das quais emana a obrigação de ressarcir: (i) a teoria subjetiva, fundada na culpa; e (ii) a teoria objetiva, fundada no risco. Além da culpa e do risco, alguns autores, como Alvino Lima, defendem que o abuso do direito seria outro fundamento da responsabilidade civil, mas que não será analisado por não possuir ligação direta com o tema do presente trabalho.

4.2.1 Responsabilidade subjetiva: culpa

A noção de culpa como fonte e fundamento da responsabilidade civil foi consagrada no Código Civil francês, “sem culpa, nenhuma reparação”. Trata-se do conceito clássico de responsabilidade civil, subjetiva, baseada na culpa.

Alvino Lima ensina que

a culpa, como erro de conduta, tem dois elementos: um objetivo, que consiste na omissão de diligência comum do *bonus pater familias*; e outro subjetivo, que consiste na consciência do ato, no poder de querê-lo livremente ou devendo prever suas consequências.³²⁴

Destaca-se, portanto, o caráter volitivo da culpa.

O conceito enquadra-se perfeitamente ao pensamento liberal e individualista e tornou-se insuficiente ante a injustiça de casos concretos deixados sem solução. Conforme defendido no texto de Josserand citado

³²⁴ LIMA, Alvino. Culpa e risco. 2. ed. rev. e atual. pelo Prof. Ovídio Rocha Baros Sandoval. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1998. p. 67.

acima, passou-se a utilizar técnicas diversas para que situações injustas não ficassem sem a proteção que moralmente se exigia. Uma das técnicas utilizadas para facilitar o ressarcimento foi a inversão do ônus da prova. Conforme afirma Alvino Lima, as presunções são fixadas por lei e são *juris tantum*, admitindo-se prova em contrário; não se afasta da teoria clássica da responsabilidade subjetiva, fundada na culpa, mas apenas derroga-se um princípio dominante em matéria de prova.

Portanto, podemos estabelecer, para fins do presente trabalho, que a responsabilidade subjetiva divide-se em dois ramos, como o fazem Fábio Ulhoa Coelho,³²⁵ Ivo Waisberg e Gilberto Gornati:³²⁶ (i) responsabilidade subjetiva clássica, na qual o fundamento é a culpa e o ônus da prova é do autor da ação; e (ii) responsabilidade subjetiva com inversão do ônus da prova, na qual o fundamento é a culpa, mas o ônus probatório é invertido.

Vale ressaltar, no tocante aos ramos indicados, que a inversão do ônus da prova é matéria de direito processual. Ou seja, a diferença entre os chamados “dois ramos da responsabilidade subjetiva” reside num aspecto processual e não material, não havendo nenhuma diferença substancial entre os sistemas a não ser pela forma ou a quem incumbe a produção da prova.

O Código de Processo Civil, em seu art. 333, estabelece a regra geral de que cabe ao autor da ação provar o fato constitutivo de seu direito. Já ao réu cabe provar eventuais fatos impeditivos, modificativos ou extintivos do direito. Ensina-nos Moacyr Amaral dos Santos que nosso sistema adotou a teoria de Carnelutti, que pode ser resumida pelo princípio de que

³²⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. A responsabilidade civil dos administradores de instituições financeiras. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga Mosquera (coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999. p. 86.

³²⁶ WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. Op. cit., p. 218.

quem opõe uma pretensão em juízo deve provar os fatos que a sustentam; e a quem opõe uma exceção deve, por seu lado, provar os fatos dos quais resulta; em outros termos – quem aciona deve provar o fato ou fatos constitutivos; e quem excetua, o fato ou fatos extintivos, ou a condição ou condições impeditivas ou modificativas.³²⁷

Assim, nosso sistema estabelece uma regra geral de que cabe ao autor provar os fatos alegados.

Dessa forma, tendo em vista que a regra geral é que cabe ao autor provar a existência de seu direito, a inversão do ônus da prova deve ser expressamente prevista em lei ou convenção (nos casos em que não haja vedação, ressalte-se) para ser admitida; caso contrário, prevalece a regra geral de que quem alega, deve provar.

4.2.2 Responsabilidade objetiva: risco

A responsabilidade objetiva surge, como afirma José de Aguiar Dias,³²⁸ da necessidade de se resolver casos de danos que, pelo menos com acerto técnico, não seriam reparados pelo critério clássico da culpa. Alvino Lima ensina que se trata de uma socialização do direito e que

a reparação não deve decorrer de culpa, da pesquisa de qualquer elemento moral, verificando-se se o agente agiu bem ou mal, consciente ou inconsciente, com ou sem diligência; acima dos interesses de ordem individual devem ser colocados os sociais e é só consultando estes interesses, e neles se baseando, é que se determinará ou não a necessidade de reparação.³²⁹

³²⁷ SANTOS, Moacyr Amaral. *Primeiras linhas de direito processual civil*. 12. ed. São Paulo, 1985. vol. 2, p. 350.

³²⁸ DIAS, José de Aguiar. Op. cit., p. 57.

³²⁹ LIMA, Alvino. Op. cit., p. 118.

Nas palavras de Renan Lotufo,³³⁰ a fórmula da responsabilidade civil objetiva seria “não se é responsável, mas se é feito responsável”.

Com esse objetivo, surgiram várias teorias que buscaram justificar a responsabilidade sem culpa. As primeiras ideias sobre o assunto surgem na literatura germânica.³³¹ Mas foi na doutrina francesa que as teorias que sustentam a responsabilidade objetiva foram mais divulgadas e encontraram solo fértil para divulgação. Primeiramente, surge a teoria do “risco integral”, a qual é sucedida pela teoria do “ato anormal” e pela teoria do “risco-proveito”. Na teoria do ato anormal, seria responsável aquele que praticasse um ato anormal no uso da propriedade. No entanto, o ato anormal, defendido originalmente por *Ripert*, na verdade, nada mais seria do que um ato culposo: o homem diligente não o praticaria, como afirmaram os Mazeud.³³²

A teoria que fixou as bases da responsabilidade objetiva foi a teoria do risco criado pelas múltiplas atividades humanas.³³³ Maria Helena Diniz ensina que

a responsabilidade, fundada no risco, consiste, portanto, na obrigação de indenizar o dano produzido por atividade exercida no interesse do agente e sob seu controle, sem que haja qualquer indagação sobre o comportamento do lesante, fixando-a no elemento objetivo, isto é, na relação de causalidade entre o dano e a conduta do seu causador.³³⁴

Alvino Lima afirma que

se desta atividade colhem os seus autores todos os proventos, ou pelo menos agem para consegui-los, é justo e racional que suportem os encargos, que carreguem com os ônus, que

³³⁰ LOTUFO, Renan. *Curso avançado de direito civil*. Parte geral. São Paulo: Ed. RT, 2003. vol. 1, p. 206.

³³¹ DIAS, José de Aguiar. Op. cit., p. 80.

³³² LIMA, Alvino. Op. cit., p. 119.

³³³ Ibidem.

³³⁴ DINIZ, Maria Helena. Op. cit., p. 51.

respondam pelo risco disseminado – *ubi emolumentum, ibi onus*.³³⁵

Trata-se da teoria do risco-proveito.

Fábio Ulhoa Coelho, no entanto, adverte que o fundamento da responsabilidade objetiva não é o risco inerente ao exercício da atividade, dado que esse risco é próprio da atividade econômica como um todo. Para o autor, o fundamento é a

possibilidade de se absorverem as repercussões econômicas ligadas ao evento danoso, através da distribuição do correspondente custo entre as pessoas expostas ao mesmo dano, ou de alguma forma beneficiárias do evento. É o mecanismo da socialização das repercussões econômicas do dano que torna justa a imputação de responsabilidade aos agentes que o podem acionar.

E conclui: “enquanto o sistema subjetivo de responsabilidade se respalda na vontade como fonte de obrigação, o objetivo encontrará sustentação valorativa na possibilidade de o agente passivo realocar perdas”.³³⁶

Corroborando o entendimento acima, Pietro Trimarchi afirma que, não podendo ser evitados os danos, se deve pelo menos garantir o ressarcimento e parece justo realizar tal objetivo atribuindo a responsabilidade ao empresário, porque este, ao perseguir o lucro da atividade, cria ou mantém a empresa, devendo suportar a responsabilidade pelos danos. E o empresário está em melhor situação para suportar economicamente tais danos, podendo até contratar seguro, repassando os custos por meio de aumento nos preços de seus produtos e serviços.³³⁷ Tratemos essa evolução da teoria do risco-proveito ou do risco criado, com base nas lições acima, por teoria do risco, sem qualquer extensão.

³³⁵ LIMA, Alvino. Op. cit., p. 119.

³³⁶ COELHO, Fábio Ulhoa. A responsabilidade civil dos administradores... cit., p. 93.

³³⁷ TRIMARCHI, Pietro. *Rischio e responsabilità oggettiva*. Milão: Giuffrè, 1961. p. 12.

A responsabilidade objetiva, na lição de Fábio Ulhoa, divide-se em responsabilidade objetiva e responsabilidade objetiva pura, na qual se abstrai não só o caráter culposo do ato, mas também a relação de causa de efeito entre o dano e a ação e omissão (nexo causal).³³⁸

4.2.3 Responsabilidade civil no Brasil

No Brasil, adotamos a regra geral da responsabilidade subjetiva, ou seja, baseada na culpa. Alvino Lima³³⁹ afirmava, ainda com base no Código Civil de 1916, que “o Código Civil brasileiro, segundo a tradição do nosso direito, não se afastou da teoria da culpa, como princípio genérico regulador da responsabilidade extracontratual”. A responsabilidade objetiva, na vigência do Código de 1916, somente poderia ser aplicada por expressa determinação de lei. Ou seja, já admitia-se, em uma série de situações específicas, a adoção da responsabilidade objetiva, sem culpa.

O Código de 2002 manteve a culpa na conceituação de ato ilícito como gerador da responsabilidade civil extracontratual.³⁴⁰ Mas inovou em relação ao anterior, ao introduzir o conceito de risco da atividade.³⁴¹

O parágrafo único do art. 927 do CC³⁴² demonstra que nosso direito admitiu a existência das duas modalidades de responsabilidade civil, subjetiva, como regra geral, e objetiva, quando houver risco da atividade normalmente desenvolvida. Referido sistema dualista já existia na vigência do Código anterior. No entanto, o presente Código ampliou as hipóteses, criando uma regra geral de aplicação da responsabilidade objetiva.

³³⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. A responsabilidade civil dos administradores... cit., p. 89.

³³⁹ LIMA, Alvino. Op. cit., p. 279.

³⁴⁰ VENOSA, Sílvio de Salvo. Op. cit., p. 2.

³⁴¹ Art. 186 do CC: “Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito”.

³⁴² Art. 927 do CC: “Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo.

Parágrafo único. Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem”.

Vale lembrar que o Código de Defesa do Consumidor,³⁴³ desde a década de 1990, já consagrava a responsabilidade objetiva nas relações de consumo por defeito do produto ou serviço ou vício de qualidade ou quantidade. Estabeleceu, ainda, a inversão do ônus da prova, de forma a facilitar a produção das provas em benefício do consumidor.

Fábio Ulhoa Coelho sintetiza a coexistência dos sistemas de responsabilidade (subjettiva – clássica e com inversão do ônus da prova – e objetiva) da seguinte forma:

Grosso modo, o sistema clássico será o pertinente, caso não exista expressa previsão, na lei imputadora da responsabilidade, de inversão do ônus probatório da culpa, ou de ressalva desse elemento. Ele constitui a regra básica da responsabilidade civil brasileira. Quer dizer, se o direito positivo se limita a definir determinado agente como responsável pelos danos, sem preceituar a presunção de sua culpa, ou sem consignar que a responsabilidade independe desta, a conclusão aponta, necessariamente, para o sistema clássico de responsabilização. Os demais sistemas somente se aplicam quando específica e expressamente prescritos por norma legal.³⁴⁴

Não obstante referido autor ter tratado do assunto na vigência do Código Civil de 1916, entendemos que as lições continuam válidas com relação ao novo diploma, apesar de ser possível ao juiz – e não apenas à lei – objetivar a responsabilidade em virtude de um risco criado pela atividade.

4.2.4 Responsabilidade civil do administrador e do gestor de fundos de investimento

Tanto o administrador como o gestor de fundos de investimento estão sujeitos a uma série de deveres, responsabilidades e vedações,

³⁴³ Lei 8.078, de 11 de setembro de 1990.

³⁴⁴ COELHO, Fábio Ulhoa. A responsabilidade civil dos administradores... cit., p. 90.

constantes na regulamentação expedida pela CVM, que têm, como objetivo, a proteção do investidor.

Dentre essas regras de conduta, podemos citar o dever de transparência e informação ao investidor, especialmente quanto aos riscos assumidos, e a política de investimento do fundo.

Nesse sentido, é importante ressaltar que a obrigação do administrador, e do gestor, quando contratado, é de meio e não de resultado: não há promessa do sucesso financeiro do investimento. Há, pelo contrário, vedação expressa, tanto pela CVM como pela Anbima, de que tal promessa de rentabilidade venha se concretizar.³⁴⁵

O administrador e o gestor do fundo não podem, portanto, ser responsabilizados quando o investimento não for bem-sucedido, em virtude dos riscos inerentes aos investimentos realizados, sendo a álea característica importante do fundo.

Importante mencionar que o investidor deve ser informado com clareza dos riscos assumidos pelo fundo e dos investimentos que serão realizados, para que tome a decisão de investir de forma esclarecida e consciente.

Em geral, os fundos estão sujeitos, conforme a natureza de seus investimentos, a riscos de mercado, riscos de liquidez, riscos de crédito, riscos operacionais, riscos legais, dentre outros, que devem constar expressamente dos documentos do fundo de investimento, tais como o uso de derivativos ou o risco de concentração da carteira em ativos de poucos emissores, por exemplo.

³⁴⁵ Art. 64, V, da Instrução 409/2004. Diretrizes para Publicidade e Divulgação de Material Técnico para os Fundos de Investimento, expedidas pelo Conselho de Regulação e Melhores Práticas dos Fundos de Investimento da Anbima, art. 4.º, II.

Dessa forma, o administrador e o gestor de fundos serão responsabilizados civilmente, sendo chamados a indenizar o investidor caso descumpram o conjunto de deveres e obrigações dispostos na regulamentação da CVM. Serão responsabilizados, ainda, caso descumpram a política de investimento do fundo.

A responsabilidade do administrador e do gestor de fundos perante os cotistas é, portanto, de natureza subjetiva: é necessário que haja um ato ilícito, o descumprimento de dever ou desrespeito às normas do regulamento do fundo, para que possam vir a ser responsabilizados.³⁴⁶

A propósito, a CVM dispõe expressamente sobre a responsabilidade subjetiva ao esclarecer que o administrador “responde por prejuízos decorrentes de atos e omissões próprios a que der causa, sempre que agir de forma contrária à lei, ao regulamento e aos atos normativos expedidos pela CVM”.³⁴⁷

Da mesma forma, a Instrução 306/1999, ao tratar da responsabilidade do administrador de carteira de valores mobiliários, estabelece que o administrador “é diretamente responsável, civil e administrativamente, pelos prejuízos resultantes de seus atos dolosos ou culposos e pelos que infringirem as normas legais, regulamentares ou estatutárias...”.³⁴⁸

³⁴⁶ No mesmo sentido, GAGGINI, Fernando Schwarz. Op. cit., p. 71; PERRICONE, Sheila. A política de investimento e a responsabilidade dos administradores. In: WALD, Arnoldo (coord.). *Revista do Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, ano 4, n. II, São Paulo: Ed. RT, jan.-mar. 2001, p. 95; ROCHA, Tatiana Nogueira da. Op. cit., p. 168; DOTTA, Eduardo Montenegro. *A responsabilidade dos administradores de fundos de investimento no novo Código Civil*. São Paulo: Textonovo, 2005. p. 125; CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Op. cit., p. 134; e FREITAS, Ricardo de Santos. Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999. p. 250.

³⁴⁷ Art. 57, § 3.º, da Instrução 409/2004.

³⁴⁸ Art. 17 da Instrução 306/2004.

Vale lembrar, conforme já mencionado no item 4.2.4, que os contratos celebrados pelo administrador, em nome do fundo, com prestadores de serviço de gestão, tesouraria, controle e processamento dos ativos financeiros e escrituração da emissão e do resgate de cotas devem conter cláusula que preveja a responsabilidade solidária entre o administrador e o terceiro contratado.

A responsabilidade solidária supradescrita pressupõe que o terceiro contratado tenha agido culposa ou dolosamente, em desrespeito às normas emanadas da CVM ou ao regulamento do fundo. Para Sheila Perricone, a responsabilidade solidária, é, ainda, subsidiária.³⁴⁹

Finalmente, a responsabilidade pessoal do diretor responsável, tanto do administrador como no caso do gestor, é igualmente subjetiva, sendo, no entanto, a culpa presumida. A presunção de culpa é relativa, admitindo prova em contrário.³⁵⁰

Em vista do acima exposto, concluímos que o administrador e o gestor devem ser responsabilizados civilmente quando atuarem com culpa ou dolo, descumprindo seus deveres impostos pela CVM, especialmente o dever de informação e transparência. Por meio da transparência, os riscos assumidos pelo fundo, intrínsecos ao investimento, são informados ao investidor, que aceita corrê-los em busca de determinada rentabilidade.

A responsabilidade civil do administrador e do gestor de fundos foi analisada pelos tribunais em alguns casos, sendo que os aspectos fáticos de cada um levaram a conclusões diversas, porém todos concluíram no sentido de avaliar a culpa do administrador e do gestor, especialmente quanto à informação fornecida e observância da política de investimento.

³⁴⁹ PERRICONE, Sheila. Op. cit., p. 97.

³⁵⁰ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Op. cit., p. 136. No mesmo sentido: FREITAS, Ricardo de Santos. Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento... cit., p. 252; DOTTA, Eduardo Montenegro. Op. cit., p. 136.

Em recurso especial julgado em agosto de 2010, por exemplo, os Ministros da Terceira Turma do STJ julgaram por unanimidade negar provimento ao recurso e manter a decisão do tribunal do Rio de Janeiro.³⁵¹

No caso, investidores alegavam propaganda enganosa, ausência de informações e má gestão, que lhes teriam causado perdas de 95% dos valores que haviam investido em fundo de investimento. Os Ministros concluíram tratar-se de perdas decorrentes da desvalorização cambial ocorrida em 1999, evento considerado imprevisível.

Ademais, concluiu a Turma que o insucesso de investimentos em fundos de derivativos é inerente a seus riscos, que os investidores haviam recebido os materiais informativos e regulamentos (conforme decisão do tribunal de origem), em que tais riscos eram informados, e que, portanto, não mereciam ser indenizados.

Trata-se de decisão acertada: os deveres do administrador resumem-se, no caso, a prestar as devidas informações sobre os riscos do investimento; ao gestor, por sua vez, cabe cumprir o disposto em regulamento quanto aos investimentos de da carteira do fundo.

Ora, se os investidores foram devidamente informados e as perdas decorreram de variações de ativos permitidos, ainda que tenham sido substanciais, não merecem ser indenizados.

No mesmo sentido, o relatório de recurso especial com situação semelhante, da Quarta Turma, em 2012, continha o seguinte trecho:

em regra, descabe indenização por danos materiais ou morais a aplicador em fundos derivativos, pois o alto risco é condição

³⁵¹ REsp 1.003.893/RJ, Rel. Min. Massami Uyeda, j. 10.08.2010. Trecho da ementa do acórdão que merece ser transcrito: “No investimento em fundos derivativos, principalmente os vinculados ao dólar-americano, é ínsito o alto grau de risco, tanto para grandes ganhos, como para perdas consideráveis. Aqueles que se encorajam a investir em fundos arrojados, estão cientes dos riscos do negócio”.

inerente aos investimentos nessas aplicações. Tanto é assim que são classificados no mercado financeiro como voltados para investidores experientes, de perfil agressivo, podendo o consumidor ganhar ou perder, sem nenhuma garantia de retorno do capital. Como é da lógica do mercado financeiro, quanto maior a possibilidade de lucro e rentabilidade de produto oferecido, maiores também os riscos envolvidos no investimento.³⁵²

No entanto, em julgamento de dezembro de 2011, os Ministros da Terceira Turma do STJ entenderam que o administrador deveria responder, uma vez que os aspectos fáticos levaram à conclusão de que houve falha de informações e má gestão.³⁵³

Os autores, nesse caso, também haviam investido em fundos de investimento, em 1997 (antes, portanto, da edição da Instrução CVM 409/2004), e alegaram que a gestora realizou operações com dólar futuro sem conhecimento dos cotistas. Em 1999, adveio a desvalorização cambial, causando prejuízo aos investidores.

Primeiramente, a decisão em tela, assim como a decisão do tribunal de origem, reconhece que incidem regras do Código de Defesa do Consumidor no serviço de administração de fundo de investimento, inclusive a responsabilidade solidária dos integrantes da cadeia de consumo pelos atos e omissões dos demais integrantes.

A decisão em questão levou em conta aspectos específicos do caso, que, segundo a relatora, levaram a uma situação fática diversa daquela dos julgados mencionados acima: teria restado assentado nas instâncias ordinárias que houve violação do dever de informar e comprovada má-gestão.

³⁵² REsp 799.241/RJ, Rel. Min. Raul Araújo, j. 18.08.2012.

³⁵³ REsp 1.164.235/RJ, Rel. Min. Nancy Andrigli, j. 15.12.2011.

A princípio, parece haver coerência na decisão, que avalia a responsabilidade sob o ponto de vista da existência de ato ilícito, sendo a responsabilidade, portanto, subjetiva.

No entanto, o próprio acórdão do recurso especial traz transcritos determinados trechos do acórdão do tribunal recorrido (o TJRJ), no qual se afirma, categoricamente, que os regulamentos previam a perda total dos investimentos e que tal informação “não ilide o dever decorrente do direito à ampla informação de avisar ao consumidor onde estão sendo aplicados seus recursos para que possa analisar se pretende ou não correr o risco”.

Parece, portanto, equivocada a conclusão de que houve falta de informações. Aliás, caso estivessem interessados em saber os investimentos realizados pelo fundo de investimento, os investidores poderiam solicitar tal informação aos prestadores de serviço – em especial ao administrador – ou buscar tais dados por meio da Comissão de Valores Mobiliários.

Dessa forma, os argumentos utilizados no acórdão levariam à conclusão diametralmente oposta: tendo informado os riscos do investimento, não deveria o réu ser responsabilizado.

Em outro caso, o Banco da Amazônia, na qualidade de administrador de fundo de investimento, foi responsabilizado pela contratação da Santos Asset Management S.A., integrante do grupo do Banco Santos, como gestor. O gestor investiu recursos (pouco mais de 32%) em ativos financeiros do próprio Banco Santos, o qual sofreu intervenção do Banco Central, acarretando indisponibilidade dos ativos do fundo. O administrador foi condenado, portanto, solidariamente com o gestor em virtude da imprudência e imperícia em relação a esses investimentos.³⁵⁴

³⁵⁴ REsp 1.187.365/RO, Rel. Min. Luis Felipe Salomão, j. 22.05.2014.

Finalmente, é importante mencionar as recentes decisões do Tribunal de Justiça de São Paulo que trataram da responsabilidade das instituições financeiras, notoriamente o Banco Itaú S.A., no aconselhamento de clientes para aplicação de recursos em fundo de investimento no exterior gerido por Bernard Madoff, o qual se mostrou uma fraude.

Em uma das decisões, de agosto de 2014, a instituição foi condenada em virtude da ausência de *due diligence*, a qual, no entendimento da maioria da 22.^a Câmara de Direito Privado do Tribunal, poderia ter identificado a fraude.³⁵⁵

Nos termos do relatório do relator designado Des. Roberto Mac Cracken, “uma coisa é aplicar determinado numerário em operação de risco e a outra, totalmente distinta, é permitir a aplicação em fundo que, deliberadamente, atuou de forma sabidamente fraudulenta”.

O relator designado reitera que o risco do investimento não se confunde com fraude e condena a instituição por ter aconselhado a cliente, autora da ação, a investir em fundo que sabidamente era fraudulento.

Ora, apesar de a condenação ser fundamentada na responsabilidade subjetiva (a instituição deveria ter agido com cautela e feito diligência para identificar eventuais problemas, e não o teria feito, descumprindo tal dever), parece claro que a fraude não era identificável. Se fosse, não teria se perpetuado por tantos anos e nem ludibriado tantos investidores experientes, inclusive o próprio banco condenado. É a opinião do relator sorteado, que apresentou declaração de voto que foi vencido, no sentido de absolver a instituição financeira.

³⁵⁵ Ap 0162181-56.2011.8.26.0100, Rel. Designado Des. Roberto Mac Cracken, Rel. Sorteado Fernandes Lobo, j. 07.08.2014.

Ao contrário da decisão suprarreferida, em setembro de 2014, em caso muito semelhante, a 12.^a Câmara de Direito Privado do mesmo Tribunal de Justiça de São Paulo decidiu, por unanimidade, negar provimento ao recurso, isentando a instituição financeira de responsabilidade pela indicação do investimento no *Fairfield Sentry*, gerido pelo fraudador Bernard Madoff.³⁵⁶

Aduz o relator Des. Tasso Duarte de Melo que

[...] tendo o investidor aplicado seus recursos financeiros em fundo agressivo, objetivando ganhos elevados, de se concluir que conhecia plenamente os altos riscos envolvidos em tais negócios especulativos, de modo que não há responsabilidade a ser reconhecida, prevalecendo ao caso dos autos a r. sentença, por seus próprios fundamentos.

Tal decisão foi acertada e está de acordo com decisão da 19.^a Câmara do mesmo Tribunal, de 2002, da qual foi relator o Desembargador Ricardo Negrão, na qual se rechaçou a má-gestão ou aconselhamento indevido, também em caso envolvendo Madoff.³⁵⁷

Assim, em resumo, podemos dizer que todos os acórdãos colacionados consideram que a responsabilidade do administrador e do gestor de fundos de investimento tem natureza subjetiva: de uma forma ou de outra, ainda que condenados, as decisões estão baseadas na existência ou não de culpa do administrador, seja em relação às informações prestadas, seja em relação ao dever de diligência que deveria ter adotado, seja em virtude das aplicações em desconformidade com os documentos do fundo.

³⁵⁶ Ap 0182410-71.2010.8.26.0100, Rel. Des. Tasso Duarte de Melo.

³⁵⁷ TJSP, Ap 2012.0000143338, Rel. Des. Ricardo Negrão.

5 CONCLUSÃO

Os veículos de investimento coletivo cumprem importante papel na economia mundial e vêm atraindo cada vez mais a atenção dos reguladores.

O princípio da repartição dos riscos, presente em tais estruturas, permite que quantias menores de recursos, aportadas por cada investidor, possam ser mais bem alocadas de forma coletiva.

Os fundos de investimento, no Brasil, desenvolveram-se efetivamente a partir da estabilização da moeda, após 1994, e vêm cumprindo o importante papel de financiador da dívida pública e de projetos empresariais privados, sendo dos mais ativos participantes do mercado de capitais.

Devido à quantidade de investidores que atingem e ao volume de suas operações, a CVM, órgão regulador responsável por normatizar e fiscalizar os fundos, vem dedicando especial atenção a essa indústria.

Além da CVM, os próprios agentes do mercado organizaram-se em torno de uma associação, a Anbima, e estabeleceram regras mais rígidas de governança e transparência, por meio de autorregulação.

Todos esses esforços, governamentais e privados, foram responsáveis pela construção de um arcabouço sólido de proteção ao investidor.

Se, por um lado, a regulação reduz a liberdade dos agentes participantes da indústria e dos investidores, por outro, cria condições para que a indústria se desenvolva de forma segura, transparente e consistente.

Foi o que restou comprovado depois da crise do ano de 2008: ao contrário do ocorrido em outros países, inclusive naqueles onde o mercado de capitais é mais desenvolvido, no Brasil as perdas foram mínimas e decorreram dos riscos de mercado, e não de fraudes.

A necessidade de manutenção dos ativos em entidades autorizadas a prestar serviços de custódia, a obrigatoriedade de negociação dos ativos em mercados regulados e da divulgação de cotas diárias, que refletem os preços dos ativos a valor de mercado, as regras de segregação de atividades, controles internos, *compliance* e *suitability* dos agentes participantes da cadeia da indústria, e a divulgação periódica e obrigatória de informações sobre o fundo e sua carteira fazem da indústria de fundos no Brasil uma das mais transparentes e seguras do mundo.

A regulação e a autorregulação, não só no tocante aos fundos, mas também ao mercado financeiro como um todo, evidenciam a proteção do investidor, do investimento privado em fundos e criam condições para o incremento da poupança nacional, essencial para o desenvolvimento econômico do país.

As regras de responsabilização dos agentes do mercado, administrativa e civilmente, reforçam a necessidade de condutas éticas e condizentes com os papéis desenvolvidos, minimizando casos de fraudes e perdas não relacionadas aos riscos inerentes aos investimentos.

No entanto, alguns aspectos da regulação ainda merecem melhor tratamento. Dentre eles, podemos citar uma definição mais adequada da natureza jurídica dos fundos, com a respectiva alteração das regras tributárias para que seja mantida a neutralidade dos investimentos.

A esse respeito, faz necessário o desenvolvimento de uma estrutura legal para os fundos de investimento.

Não obstante toda regulação emanada da CVM, que é periodicamente revista e modernizada, a exemplo dos Editais de Audiência Pública 03 e 04, de 2014, não nos parece haver segurança jurídica suficiente para que uma indústria com as dimensões e importância como a dos fundos esteja baseada em dois artigos de uma Lei da década de 1960.³⁵⁸ Além de lacônicos e ultrapassados, inclusive em relação à estrutura de fiscalização dos fundos, os artigos atribuem aos fundos uma natureza de condomínio que não é compatível com o restante do ordenamento, o que gera infundáveis discussões doutrinárias a esse respeito.

Da definição mais adequada da natureza dos fundos, da responsabilidade do administrador e do gestor e das competências dos órgãos reguladores, em lei, decorreria maior previsibilidade das decisões judiciais, ou seja, maior segurança jurídica.

Além disso, as normas fiscais a que estão sujeitos os fundos e os investidores de fundos merecem ser reformadas, buscando-se simplificação e igualdade de condições tributárias entre os demais produtos dos mercados financeiro e de capitais.

Como exemplo, podemos citar o “come-cotas”: sistemática de antecipação semestral de tributos, aplicável a determinados fundos de investimento. Ao contrário, outros títulos, como certificados de depósito bancário ou letras financeiras, não apresentam qualquer tipo de antecipação.

Trata-se de mecanismo perverso, que prejudica a indústria de fundos e os cotistas, ao antecipar um tributo decorrente de suposto ganho, que, no entanto, ainda não se concretizou.

É urgente a extinção dessa mecânica.

³⁵⁸ Arts. 49 e 50 da Lei 4.728/1965.

Ademais, a existência de diversas alíquotas para a incidência de imposto de renda, que dependem não apenas do tempo que o investidor mantém a aplicação no fundo, mas também da carteira mantida pelo gestor, torna o entendimento do produto fundo de investimento por parte dos investidores mais difícil do que outros ativos, especialmente os isentos, como a caderneta de poupança.

A partir de um arcabouço legal, regulatório e fiscal adequado, a indústria de fundos de investimento poderá se desenvolver ainda mais e enfrentar os desafios decorrentes da eventual redução das taxas de juros e, paralelamente, das necessidades de financiamentos, público e privado, cada vez maiores.

REFERÊNCIAS

- ALONSO, Félix Ruiz. Os fundos de investimento. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 10, n. 1, São Paulo: Ed. RT, 1971.
- ASHTON, Peter Walter. *Companhias de investimento*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1963.
- BARRETO FILHO, Oscar. *Regime jurídico das sociedades de investimento*. São Paulo: Max Limonad, 1956.
- BASTOS, Celso Ribeiro. *Comentários à Constituição do Brasil*: promulgada em 5 de outubro de 1988. São Paulo: Saraiva, 1990. vol. 7.
- _____. *Curso de direito constitucional*. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 1999.
- BOCATER, Maria Isabel do Prado. O exercício do poder de polícia e regulador da CVM – aperfeiçoamentos recentes. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.
- CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.
- CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. A reforma do mercado de valores mobiliários. In: LOBO, Jorge et al. (coord.). *Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.
- COELHO, Fábio Ulhoa. A responsabilidade civil dos administradores de instituições financeiras. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.).

Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais. São Paulo: Dialética, 1999.

_____. *Curso de direito comercial: direito de empresa*. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. vol. 2.

COMPARATO, Fábio Konder. *A reforma da empresa. Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995.

_____. *Natureza jurídica das bolsas de valores e delimitação de seu objeto. Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995.

_____; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

DIAS, José de Aguiar. *Da responsabilidade civil*. 8. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro. Responsabilidade civil*. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

DOTTA, Eduardo Montenegro. *A responsabilidade dos administradores de fundos de investimento no novo Código Civil*. São Paulo: Textonovo, 2005.

DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do Mercado de Capitais Brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2006.

EIZIRIK, Nelson Laks. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Ibmecc, 1977.

- _____. Regulação e autorregulação do mercado de valores mobiliários. *Questões de direito societário e mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1987.
- _____ et al. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- _____; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- FERREIRA, Waldemar. Palavras iniciais. In: WALSH, Peter Ashton. *Companhias de investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1963.
- FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009.
- _____; ADAMEK, Marcelo Vieira Von. "Affectio societatis": um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de "sim social". In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009.
- FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- _____. Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.
- GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2001.

GOMES, Orlando. *Direitos reais*. 7. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1980.

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. 14. ed. São Paulo: Malheiros, 2010.

_____. *O direito posto e o direito pressuposto*. 7. ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

HUNT, E. K.; SHERMAN, Howard J. *História do pensamento econômico*. Trad. Jaime Larry Benchimol. 25. ed. Petrópolis: Vozes, 2010.

JORGE, Fernando Pessoa. *Ensaio sobre os pressupostos da responsabilidade civil*. Coimbra: Almedina, 1995.

LEÃES, Luiz Gastão de Barros. A adoção do *Chinese Wall* e a repressão ao *insider trading*. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e Arbitragem*, n. 47, São Paulo: Ed. RT, 2008.

LIMA, Alvino. *Culpa e Risco*. 2ª ed (rev. e atual. pelo Prof. Ovídio Rocha Baros Sandoval. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1998.

LOTUFO, Renan. *Curso avançado de direito civil*. Parte geral. São Paulo: Ed. RT, 2003. vol. 1.

MATIAS, Tiago dos Santos; LUÍS, João Pedro A. *Fundos de investimento em Portugal: análise do regime jurídico e tributário*. Coimbra: Almedina, 2008.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. Conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 24, n. 59, São Paulo: Ed. RT, jul. 1985.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga

(coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.

NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. Das ações de sociedades anônimas como originadoras de outros valores mobiliários. In: FINKELSTEIN, Maira Eugência Reis; PROENÇA, José Marcelo Martins (coords.). *Direito societário: sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2007. Série GVlaw.

NERY JR., Nelson. *Novo Código Civil e legislação extravagante anotados*. São Paulo: Ed. RT, 2002.

OLIVEIRA, Fernando Albino de. *Poder regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários*. Tese de doutoramento. Universidade São Paulo. São Paulo. 1989.

OLIVEIRA, Marcos Cavalcante. *Moeda, juros e instituições financeiras: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

PAJISTE, Bernard. *Investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1958.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Propriedade horizontal*. Rio de Janeiro: Forense, 1961.

PERRICONE, Sheila. A política de investimento e a responsabilidade dos administradores. *Revista do Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, Arnoldo Wald (coord.), ano 4, n. II, São Paulo, Ed. RT, jan.-mar. 2001.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*. 3. ed. São Paulo: Ed. RT, 1984. t. LI.

ROCHA, Tatiana Nogueira da. *Fundos de investimento e o papel do administrador: a indústria de fundos no mercado brasileiro e a liberdade para agir, os poderes e obrigações dos seus administradores*. São Paulo: Textonovo, 2003.

RODRIGUES, Silvio. *Direito civil*. Responsabilidade civil. 9. ed. São Paulo: Saraiva. vol. 4.

ROTHENBURG, Walter Claudius. *Princípios constitucionais*. 2. tir. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2003.

SADDI, Jairo. *Crédito e judiciário no Brasil: uma análise de direito e economia*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *O trust e o direito brasileiro*. São Paulo: LTr, 1996.

SANTOS, Moacyr Amaral. *Primeiras linhas de direito processual civil*. 12. ed. São Paulo, 1985. vol. 2.

SZTAJN, Rachel. *Contrato de sociedade e formas societárias*. São Paulo: Saraiva, 1989.

_____. Quotas de fundos imobiliários – novo valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 33, n. 93, jan. 1994.

TOMÉ, Maria João Romão Carreiro Vaz. Notas sobre os aspectos financeiros e civis dos fundos de investimento mobiliários abertos. *Direito dos valores mobiliários abertos*. Instituto dos Valores Mobiliários. Coimbra: Coimbra Ed., 1999. vol. 1.

TRIMARCHI, Pietro. *Rischio e responsabilità oggettiva*. Milão: Giuffrè, 1961.

- TRINDADE, Marcelo F. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002.
- VEIGA, Alexandre Brandão da. *Fundos de investimento mobiliário e imobiliário (regime jurídico)*. Coimbra: Almedina, 1999.
- VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito civil: contratos em espécie*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- _____. *Direito civil: direitos reais*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- _____. *Direito civil: responsabilidade civil*. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2007. vol. IV.
- WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. *Direito bancário – contratos e operações bancárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.
- WALD, Arnaldo. Da natureza jurídica do fundo imobiliário. *Revista Forense*, vol. 309, jan.-fev.-mar. 1990.
- WALSH, Peter Ashton. *Companhias de investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1963.
- YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- ZANOTTA, Alexandre. *Regulação e auto-regulação no mercado de capitais brasileiro*. São Paulo: 2005. Dissertação (Mestrado em Direito), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.