

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E POLÍTICAS
ESCOLA DE CIÊNCIAS JURÍDICAS

Fundos de Investimento no Direito Brasileiro: Análise sobre Natureza Jurídica e Principais
Características

Gabrielle Pelegrini F. do Prado Pacca

Rio de Janeiro
2017

Gabrielle Pelegrini F. do Prado Pacca

Fundos de Investimento no Direito Brasileiro: Análise sobre Natureza Jurídica e Principais
Características

Monografia depositada junto à Faculdade de
Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro,
como requisito parcial para obtenção do título de
Bacharel em Direito.

RIO DE JANEIRO

2017

Gabrielle Pelegriini F. do Prado Pacca

Fundos de Investimento no Direito Brasileiro: Análise sobre Natureza Jurídica e Principais
Características

Trabalho de conclusão de curso apresentado à
Faculdade de Direito da Universidade Federal do
Estado do Rio de Janeiro, como requisito parcial
para obtenção do título de Bacharel em Direito.

Data de aprovação:

Banca Examinadora:

José Gabriel Lopes Pires Assis de Almeida

Roberto Julio da Trindade Junior

João Manoel de Lima Junior

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, aos meus pais, Isabel Cristina Pelegrini Soares e Renato Marchena do Prado Pacca, pelo amor e apoio incondicionais. Vocês são minha base e exemplo.

Ao casal querido Pedro Linhares Della Nina e Thayene Pissinato Beltrão, que já fazem parte da minha família.

Aos meus amigos Igor Damous e Fabrício Morais pela parceria sem igual. Vocês são os irmãos que eu, felizmente, pude escolher.

Ao amigo Leônidas Barbosa Quaresma Neto pelos conselhos, presentes (alguns materiais e outros não) e por todo o apoio. Obrigada por estar sempre ao meu lado.

Às amigas Ana Beatriz Lage e Vithoria Lechuga, pelos momentos incríveis que vivemos juntas e pela torcida.

Aos meus companheiros de estágio do Vieira Rezende, por tornarem meus dias mais alegres – até mesmo os mais estressantes.

RESUMO

O presente trabalho visa a analisar não só a estruturação dos fundos de investimento no direito brasileiro, mas também os sistemas de regulação e autorregulação que agem em nosso ordenamento jurídico. Além disso, tratar-se-á sobre os principais agentes e prestadores de serviços e, especialmente, sobre as principais teorias doutrinárias acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento e o tratamento legal que deveria ser a eles conferido.

Palavras-Chave: Fundos de Investimento. Natureza Jurídica. Mercado de Capitais. Regulação.

ABSTRACT

This paper aims to analyze not only the structuring of investment funds in Brazilian law, but also to the regulatory and self-regulatory systems that operate in our legal system. In addition, it will be discussed about the main actors and service providers, and specially the main doctrinal theories about the legal nature of investment funds and the legal treatment that should be conferred on them.

Keywords: Investment Funds. Legal treatment. Financial market. Regulation.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
2 FUNDOS DE INVESTIMENTO NO DIREITO BRASILEIRO.....	9
2.1. Histórico	9
2.2. Regulação e autorregulação.....	13
2.2.1 A Comissão de Valores Mobiliários e sua competência regulatória	13
2.2.2. A autorregulação e o papel da BSM e ANBIMA.....	19
2.3. Estruturação de um fundo de investimento	23
2.3.1. Constituição do fundo de investimento	24
2.3.2. Administrador.....	25
2.3.3. Gestão de carteiras	28
2.3.4. Chinese Wall:	30
2.3.5. Distribuidor	32
2.3.6. Custodiante.....	33
2.4. Personalidade jurídica e separação patrimonial.....	34
3 A NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	37
3.1 Teoria Condominial (ou da Copropriedade).....	37
3.2 Teoria da Comunidade de Bens Não Condominial	41
3.3 Teoria da Propriedade em Mão Comum.....	42
3.4 Teoria da Propriedade Fiduciária	43
3.5 Teoria da Organização Associativa (ou Teoria Societária)	45
CONCLUSÃO	49

1 INTRODUÇÃO

Preliminarmente, cabe destacar que, apesar das diversas espécies de fundos de investimento no direito brasileiro, o presente trabalho visa a estudar e apresentar as principais características concernentes apenas àqueles regulados pela Instrução CVM nº 555 de 2014.

Dessa forma, busca-se estudar através de pesquisa bibliográfica e análise doutrinária, em primeiro lugar, o surgimento dos fundos de investimento no Brasil e a evolução da legislação acerca deste tema.

Em seguida, analisar-se-á os aspectos de regulação e autorregulação que funcionam hoje no mercado de capitais e as atribuições da CVM, BSM e ANBIMA. Serão trazidas ao longo de todo o trabalho instruções normativas emitidas por esta primeira e, no segundo capítulo, algumas características do Código de Melhores Práticas da ANBIMA.

A partir daí, explorar-se-á a estrutura de um fundo de investimento padrão e seus agentes. Explicar-se-á as funções de um administrador e de um gestor de carteiras, assim como importância do mecanismo de *Chinese Wall* para o correto funcionamento do fundo, além do papel do distribuidor e do custodiante.

Por conseguinte, será estudada a questão da separação patrimonial e a questão da ausência de personalidade jurídica dos fundos de investimento para o direito brasileiro, assim como suas implicações.

Por fim, serão trazidas cinco teorias acerca dos fundos de investimento: (i) teoria condominial – adotada por nosso ordenamento jurídico – (ii) teoria da comunidade de bens não condominial, (iii) teoria da propriedade em mão comum, (iv) teoria da propriedade fiduciária, e (v) teoria da organização associativa.

2 FUNDOS DE INVESTIMENTO NO DIREITO BRASILEIRO

Os fundos de investimento consistem em veículos constituídos com a finalidade de captar recursos junto ao público e, conseqüentemente, distribuir porcentagens dos resultados obtidos, por meio de comercialização de títulos mobiliários no mercado financeiro. Assim, é possível afirmar que os fundos de investimento são responsáveis por uma atividade de intermediação entre oferta e demanda de capital.¹

Esse sistema permite que investidores, sejam eles qualificados ou não, possam investir de maneira mais flexível e segura, na medida em que o patrimônio é administrado por agentes profissionais e de capacitação técnica certificada, além de conferir maior liquidez e riscos menores – graças à diversificação dos ativos.

Para regular essas atividades, foi promulgada a Lei nº 6.385 de 1976, que instituiu a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”). A Lei apresenta, ainda, as espécies de títulos que podem considerados valores mobiliários² e regras de oferta e negociação.

Somente a partir das alterações trazidas pela Lei nº 10.303 de 2001, as cotas dos fundos de investimento passaram a ser incluídas no rol de valores mobiliários. Portanto, hoje, com essa tipologia devidamente prevista, as cotas também são objeto de fiscalização da CVM e os fundos devem obedecer às suas normas.

A Instrução CVM nº 555 de 2014 traz a definição de fundo de investimento como “uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”. O presente trabalho visa a questionar o tratamento

¹ GAGGINI, Fernando Schwarz. Fundos de Investimento no direito brasileiro. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2001, p. 17

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

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

jurídico conferido aos fundos e apresentar reconhecidas teorias que circundam essa questão.

Para isso, pretende-se analisar as origens dos fundos de investimento no Brasil e no mundo, assim como sua estruturação e seus principais agentes. Há que se falar ainda sobre a regulação e a autorregulação do mercado de valores mobiliários, a fim de compreender melhor as normas legais e de governança corporativa, também conhecidas como *soft law*, que abrangem esse sistema.

Por fim, apresentam-se as diversas teorias discutidas na doutrina a respeito da natureza jurídica dos fundos de investimento e o tratamento a eles conferido pela legislação brasileira.

2.1. Histórico

Os fundos de investimento têm sua origem datada do século XIX, na Inglaterra, sob a forma de *investment trusts* – condomínios fechados denominados *closed-end funds*, isto é, com a finalidade de investir em uma determinada espécie de ativos.³ Eram administrados por bancos e corretoras, que visavam gerir os recursos de pequenos investidores, além de aquecer a economia norte-americana durante o período seguinte à Guerra de Secessão.⁴

No Brasil, apenas por volta de 1940, surgiam os primeiros veículos de investimento coletivo. Organizados inicialmente sob a forma societária, os fundos de investimento eram estruturados à época como sociedades de investimento e sociedades em conta de participação. Significa dizer que, a partir da necessidade de reunir recursos com uma finalidade própria, investidores passaram a confiar em estruturas societárias para viabilizar suas aplicações financeiras. Entretanto, como veremos mais adiante, em decorrência de determinadas dificuldades em conduzir os negócios sob esse regime, a legislação trouxe os fundos de investimento em caráter condominial.

³ GAGGINI, Fernando Schwarz. Fundos de Investimento no direito brasileiro. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2001, p. 20.

⁴ ROCHA, Tatiana Nogueira da. Fundos de investimento e o papel do administrador: a indústria dos fundos no mercado brasileiro e a liberdade para agir, os poderes e obrigações dos seus administradores. Textonovo, 2003, p. 12.

Em 1945, foi promulgado o Decreto Lei nº 7.583, que permitia a formação de sociedades de investimento, de crédito e de financiamento – cujos poderes legislativos competiam primeiramente ao Ministério da Fazenda, e, posteriormente, à Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), em virtude do Decreto-lei nº 8.495/45⁵.

Faz-se necessário frisar que tais entidades de investimento coletivo, embora estruturadas sob a forma de sociedades e guardadas algumas semelhanças, não caracterizavam ainda um fundo de investimento.⁶

Sob o contexto do fim da 2ª Guerra Mundial, e terminado o período ditatorial de Getúlio Vargas, entrou em vigor a Constituição Federal de 1946, que determinou como competência da União legislar sobre matéria de direito financeiro e fiscalizar instituições de crédito, assim como operações de estabelecimento de capitalização e de seguro.⁷

De acordo com registros, o primeiro fundo de investimento brasileiro foi o Fundo CRESCINCO, um condomínio aberto instituído por escritura pública em São Paulo, no dia 18 de janeiro de 1957. Administrado pela Companhia de Empreendimentos e Administração IBEC, companhia subsidiária da estadunidense *International Basic Economy Corporation*, pertencia à família Rockefeller.⁸

Somente em 30 de novembro de 1959, o Ministério da Fazenda editou a Portaria nº 309, visando a um tratamento jurídico menos superficial do que o existente até então, com o intuito de oferecer maior segurança aos sócios investidores. Segundo a referida norma, essas sociedades deveriam ser constituídas conforme o regimento das sociedades anônimas, e cuja denominação deveria conter “Crédito, Financiamento e

⁵ FREITAS, Ricardo dos Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 79

⁶ “Portanto, apesar de semelhantes, estas não se confundem com os fundos de investimento, pois, embora tenham o mesmo objetivo, qual seja, investimento em títulos e valores mobiliários, elas estão inseridas no contexto das regras de direito societário, diferentemente dos fundos, que não assumem a forma de sociedade.” (GAGGINI, Fernando Schwarz. Op. cit. p. 21)

⁷ PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 34

⁸ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 58

Investimento”.⁹ No entanto, muito se questionou quanto à constitucionalidade da Portaria, tendo em vista que o art. 5º da Constituição de 1946¹⁰ estabelecia à época que tal matéria deveria ser objeto de lei em sentido estrito.¹¹

Em 1965, contudo, foi aprovada a Lei nº 4.728/65, que regulamentava os mercados de capitais, as sociedades de investimento e os fundos de investimento, e que já previa o caráter condominial¹² dos fundos de investimento brasileiros. Esta atribuiu, ainda, ao Banco Central – criado posteriormente pela Lei nº 4.595 – a competência para fiscalizar e regular o funcionamento dos fundos de investimento.¹³

Ademais, a Lei nº 4.728/65 também foi responsável por trazer ao ordenamento jurídico da época as sociedades anônimas de capital autorizado, por meio das quais o capital subscrito poderia funcionar apenas como um limite máximo de capital social com o qual a sociedade estaria apta a trabalhar. Tal inovação evidencia a intenção do legislador em estimular a realização de investimentos pela via societária – a qual resta demonstrada no artigo 50 da lei em questão, que afirmava que “os fundos em condomínio de títulos ou valores mobiliários poderão converter-se em sociedades anônimas de capital autorizado, a que se refere a Seção VIII, ficando isentos de encargos fiscais os atos relativos à transformação”. Além disso, a mencionada lei trazia uma série regras mínimas a serem observadas para os fundos em condomínio, como por exemplo a obrigatoriedade de contratação de companhia de investimentos para figurar como administrador de carteiras e a realização anual de assembleia geral para aprovação de contas – a serem auditadas posteriormente por auditoria independente do Banco Central.

⁹ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. Op. cit., p56

¹⁰ “Art. 5º - Compete à União: IX – fiscalizar as operações de estabelecimentos de crédito, de capitalização e de seguro; XV – legislar sobre: k) comércio exterior e interestadual; instituições de crédito, câmbio e transferência de valores para fora do País.”

¹¹ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. Op. cit., p.56

¹² “O fundo em condomínio destinado à aplicação em títulos e valores mobiliários é tratado no art. 50, ficando estabelecido que, para a administração de sua carteira, deverá ser sempre contratada uma companhia de investimentos. Impõem-se, ainda, ao fundo em condomínio, a obrigação de realizar assembleia geral anual com a finalidade de tomar as contas e deliberar sobre o balanço apresentado pelo administrador, que deverá ser auditado por empresa de auditoria independente devidamente registrada no Banco Central.” FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p. 88.

¹³ PAVIA, Eduardo Cherez. Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 36

Ainda, o governo passou a oferecer incentivos fiscais, visando ao desenvolvimento e crescimento da atividade empresarial dos fundos de investimento no país. Um exemplo a ser considerado é o Fundo Fiscal 157, criado pelo Decreto-Lei 157 de 10 de fevereiro de 1967. Tal decreto-lei permitia que os contribuintes fizessem uso de parte do imposto de renda devido para aplicar em fundos administrados por instituições financeiras, comprando ações ou debêntures conversíveis de sociedades que preenchessem os requisitos estabelecidos.¹⁴

Entretanto, o governo à época não observou que, através de uma operação de transformação, não seria possível converter, juridicamente, um condomínio em sociedade. Com receio de que a forma societária pudesse significar um risco à economia, considerando que existia margem para interpretação de que os investimentos mal sucedidos de terceiros pudessem afetar o capital de uma instituição financeira, o Banco Central editou a Resolução nº 103 em 1968, que vedava a estrutura societária para essa finalidade e estipulava prazo para que estas fossem extintas.¹⁵

2.2. Regulação e autorregulação

2.2.1 A Comissão de Valores Mobiliários e sua competência regulatória

Via de regra, nos países em que vige o sistema capitalista, os mercados devem operar livremente, sem sofrer qualquer tipo de intervenção estatal. Contudo, há que se considerar que qualquer mercado está exposto a possíveis irregularidades, decorrentes de condutas dos agentes que nele atuam e, especialmente, as consequências que podem ser geradas, com reflexos diretamente prejudiciais ao devido funcionamento da economia. Por isso, admite-se que o Estado venha a intervir nesses mercados especiais, por meio de autarquias e agências reguladoras, que devem obedecer aos princípios do direito administrativo.

Para tratar de regulação dos fundos de investimento no Brasil exercem, em primeiro lugar, é necessário conceituar juridicamente o termo “regulação”. No entendimento de Otavio Yazbek, regulação é:

¹⁴ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Op. cit. p. 61

¹⁵ FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p. 89

(...) 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.¹⁶

Nesse sentido, acrescenta Nelson Eizirik a importância da regulação do mercado de capitais, visando a estimular uma relação de confiança com os investidores – e, por consequência, o pleno desenvolvimento do mercado:

(...) a regulação deve promover a confiança dos investidores nas entidades que emitem publicamente seus valores mobiliários, assim como naquelas que os intermedeiam ou propiciam os locais ou mecanismos de negociações, de custódia, compensação e liquidação das operações. Ou seja, os investidores devem poder acreditar que seus retornos em aplicações no mercado estarão razoavelmente relacionados aos riscos dos investimentos, que as instituições atuantes apresentem integridade financeira, e que as informações providas pelas emissoras de valores mobiliários são verazes e fidedignas.¹⁷

Para isso, um dos instrumentos do direito administrativo é o poder de polícia¹⁸ – conferido à CVM por meio da Lei nº 6.385/76, que permite que esta normatize matérias referentes ao mercado financeiro brasileiro, fiscalize os agentes atuantes e sancione aqueles que não observarem suas instruções normativas¹⁹.

De acordo com o art. 5º da referida Lei, a CVM é “entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e

¹⁶ YAZBEK, Otavio. Regulação do mercado financeiro e de capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 131

¹⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. 3 ed. rev. ampl. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p.20-21

¹⁸ O poder de polícia se revela pela atuação da Administração Pública na demarcação da esfera de liberdades e direitos, de forma a assegurar que as condutas de cada um possam se dar sem causar perturbações aos demais. É em respeito a este princípio de liberdade dentro dos limites dos direitos alheios que são formuladas as regras de convivência; é em respeito a este princípio que o Estado deve aplicar tais regras na prática, assegurando o exercício de condutas legítimas e impedindo ou sancionando as ilegítimas. (BARBOSA, Marcelo. Apontamentos Sobre Poder de Polícia e Competência da Comissão de Valores Mobiliários. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (coord.). Temas de direito bancário e do mercado de capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 82)

¹⁹ Porque autorizada por lei pode a CVM impor requisitos aos agentes econômicos para que eles possam atuar e acessar o mercado de capitais. Assim, apenas podem captar recursos no mercado as sociedades e demais entidades (especialmente fundos de investimento) que obtiverem prévio registro na CVM. Mais que isso, ainda que registradas no órgão regulador, tais pessoas somente podem ofertar valores mobiliários se forem observadas as normas e os procedimentos editados pela autarquia, referentes às ofertas públicas de valores mobiliários. (CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Regulação do Mercado de Valores Mobiliários. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (coord.). Temas de direito bancário e do mercado de capitais. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.p. 6)

patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.”.

Nesse mesmo sentido, esclarece sobre a função regulatória da CVM o ex-presidente da autarquia, Luiz Leonardo Cantidiano:

O mercado de valores mobiliários – cuja função primordial é fazer com que parcela da poupança disponível possa ser aplicada na aquisição de títulos emitidos por aqueles que desejam investir em suas atividades – está submetido, por expressa disposição de lei, à regulação editada pela CVM, que também dispõe de competência para fiscalizar o cumprimento da legislação vigente, assim como para impor penalidades aos que infringirem dita legislação.²⁰

Apesar da definição legal sobre o caráter de autarquia, as alterações promovidas pelas Leis nº 9.457/97, 10.303/2001 e 10411/2002 atribuíram à CVM características específicas de agência reguladora. Marcelo Barbosa é um dos autores que reconhece essa peculiaridade, como se pode conferir abaixo:

Embora não haja reconhecimento legal expresso da CVM como tal, ao contrário do que ocorre com outras entidades encarregadas da atuação estatal nos mais diversos setores, em todo o restante a CVM se identifica com a figura de agência. Afinal, tanto quanto qualquer das agências assim denominadas, a CVM exerce o papel estatal da disciplina, fiscalização e sanção no âmbito do mercado de valores mobiliários, um campo onde é inegável o interesse público. Do mesmo modo, assim como ocorre com as demais agências, os dirigentes da CVM são nomeados pelo Presidente da República para cumprir mandatos por prazo determinado. Por fim, a independência patrimonial, financeira e orçamentária da CVM completam o elenco de características de autêntica agência reguladora.²¹

Pode-se dizer que tais mudanças fortaleceram a CVM enquanto instituição independente, uma vez que vieram a assegurar a autonomia dos diretores e do presidente, que não poderiam ser demitidos em virtude de ato do Poder Executivo – além das receitas auferidas por cobrança de taxas de fiscalização, que passaram a pertencer à própria CVM, a fim de que custeie suas próprias atividades.

²⁰ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Op. cit. p. 5

²¹ BARBOSA, Marcelo. Op. cit. p. 92

Todavia, trata-se de independência relativa²², tendo em vista a possibilidade de recursos das decisões da CVM ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”), um dos órgãos do Ministério da Fazenda. É necessário lembrar, ainda, que as atribuições do Conselho Monetário Nacional (“CMN”) não sofreram modificações – o que significa dizer que este ainda deverá “fixar a orientação geral a ser observada” pela CVM, bem como “definir política a ser observada na organização e funcionamento do mercado de valores mobiliários”.

Cabe destacar também especialmente os artigos 8º e 9º da Lei nº 6.385/76²³, dentre outros, que evidenciam sua atuação normativa, fiscalizadora e sancionadora.

²² PAVIA, Eduardo Cherez. Op. cit. p. 80

²³ Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II - administrar os registros instituídos por esta Lei; III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

I - examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer outra natureza, bem como papéis de trabalho de auditores independentes, devendo tais documentos ser mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos:

a) as pessoas naturais e jurídicas que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários (art. 15); b) das companhias abertas e demais emissoras de valores mobiliários e, quando houver suspeita fundada de atos ilegais, das respectivas sociedades controladoras, controladas, coligadas e sociedades sob controle comum; c) dos fundos e sociedades de investimento; d) das carteiras e depósitos de valores mobiliários (arts. 23 e 24); e) dos auditores independentes; f) dos consultores e analistas de valores mobiliários; g) de outras pessoas quaisquer, naturais ou jurídicas, quando da ocorrência de qualquer irregularidade a ser apurada nos termos do inciso V deste artigo, para efeito de verificação de ocorrência de atos ilegais ou práticas não equitativas; II - intimar as pessoas referidas no inciso I a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da aplicação das penalidades previstas no art. 11; III - requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública; IV - determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas; V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

§1º Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá:

I - suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores; II - suspender ou cancelar os registros de que trata esta Lei; III - divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado; IV - proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular.

§2º O processo, nos casos do inciso V deste artigo, poderá ser precedido de etapa investigativa, em que será assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público, e observará o procedimento fixado pela Comissão.

Logo no inciso I do art. 8º, há referência à competência delegada à CVM, em plena conformidade com os preceitos constitucionais, para legislar sobre matérias previstas na Lei acima mencionada, assim como na Lei nº 6.404/76.

A questão central sobre a capacidade normativa da CVM gira em torno da definição de “valores mobiliários”, conforme consta no art. 1º da Lei nº 6.385/76. No entanto, esclarece Nelson Eizirik, a partir das reformas de 2001, que 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.²⁴

Essa definição abrange, ainda, as cotas de fundo de investimento, de acordo com os termos do art. 2º, V, da Lei nº 6.385/76²⁵ – e, portanto, compete à CVM a regulamentação também desse tipo de estrutura.

Em 2002, a CVM editou em conjunto com o Banco Central (“BACEN”) a Decisão Conjunta 10, que visava a declarar e reafirmar competência da CVM sobre a regulação dos fundos de investimento, além de estabelecer um convênio entre as duas entidades, a fim de definir prazos e procedimentos em conjunto, obedecendo às mudanças na Lei nº 6.385 de trazidas pela Lei nº 10.303/2001.

§3º Quando o interesse público exigir, a Comissão poderá divulgar a instauração do procedimento investigativo a que se refere o §2º.

§4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão deverá dar prioridade às infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado.

§5º As sessões de julgamento do Colegiado, no processo administrativo de que trata o inciso V deste artigo, serão públicas, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público envolvido.

§6º A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que:

I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional.

²⁴ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de capitais e Regime Jurídico. Op. cit. p. 29

²⁵ Art. 2º - São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

Posteriormente, a Comissão publicou a Deliberação 461, de 22 de julho de 2003, que veio a reforçar a sua competência para tratar sobre fundos de investimento, conforme o trecho retirado abaixo:

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 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.

No ano seguinte, foi editada a Instrução CVM 409, marcante por consolidar as normas em vigência até então sobre os tipos fundos de investimento, excluindo-se apenas aqueles regidos por regulamentação própria, como por exemplo FIP, FIDC, FUNCINE, entre outros.

A partir de então, uma série de Instruções Normativas entrou em vigor, a fim de complementar a redação desta primeira. A mais recente, a ICVM 555 de 2014, que veio a revogá-la inteiramente, complementada também pela ICVM 554, trouxe importantes mudanças como, por exemplo, uma nova definição de investidor qualificado e investidor profissional, bem como permitiu a realização de assembleias gerais de forma eletrônica e instituiu uma nova modalidade chamada de Fundo Simples – mais acessível ao investidor comum.

Para dar início às operações, os fundos de investimento devem possuir registro prévio na CVM e no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica do Ministério da Fazenda (“CNPJ”). Além disso, no caso de fundos fechados, deve haver também o registro da distribuição de suas cotas perante a CVM.

De acordo com o disposto na mencionada norma, os fundos devem ser constituídos por ato de seu administrador, responsável por aprovar o regulamento²⁶ – documento este que estabelece as diretrizes do fundo e, junto com a lâmina e o formulário de informações, torna públicas as características do investimento. Para

²⁶ Art. 6º da ICVM 555/2014

alterá-lo, é necessário realizar assembleia de cotistas, a menos que se trate de atualização de dados de prestador de serviços, atendimento de exigências da CVM, ou ainda se envolver redução de taxa de administração ou taxa de performance²⁷ – uma forma de remuneração com base no desempenho do fundo.

O administrador deve fornecer à CVM informações diárias (como valor da cota, do patrimônio líquido do fundo, quantidade de cotistas e regates realizados), mensais (demonstrativo da composição e diversificação da carteira, balancete do mês anterior, lâmina atualizada e formulário de perfil) e anuais (demonstrações contábeis e parecer de auditor independente), conforme previsto no art. 59 da Instrução.

O artigo 60 evidencia, ainda, o princípio do *full disclosure*, que impõe ao administrador o dever de “divulgar todo ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado ao funcionamento do fundo ou aos ativos financeiros integrantes de sua carteira”. Nos termos desta Instrução, fato relevante é definido, ainda, como “qualquer ato ou fato que possa influir de modo ponderável no valor das cotas ou na decisão dos investidores de adquirir, alienar ou manter tais cotas”.

2.2.2. A autorregulação e o papel da BSM e ANBIMA

O mercado de capitais, contudo, não se restringiu à regulação estatal. Encontrou-se um nicho em que a autorregulação pôde se desenvolver, em decorrência da fraca legislação sobre o tema e em complemento às atividades regulatórias já exercidas pela CVM²⁸.

Para conceituar autorregulação, cabe citar as palavras de Eduardo Cherez Pavia, que sintetiza:

²⁷ Art. 47 da ICVM 555/2014

²⁸ Em países com mercados de capitais de maior tradição e relevância para a população, os legisladores não apenas mantêm um acompanhamento mais frequente das questões regulatórias, como supervisionam com mais interesse as agências e órgãos encarregados de sua execução. No Brasil, contudo, o tema da regulação do mercado de capitais não desperta maior interesse no legislativo, e existe, também por isso, um temor generalizado de que a alteração das leis possa redundar em movimentos de retrocesso, e não de avanço. Esse fator, por outro lado, talvez tenha contribuído favoravelmente para que a regulação e a autorregulação venham caminhando de maneira especialmente entrosada, nos últimos anos no Brasil. (TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. Regulação e auto-regulação no Brasil e a Crise Internacional. Disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/BSM-Artigo-MarceloTrindade-e-AlineMenezesSantos.pdf>>. Acesso em: 21 de maio de 2017. p. 6

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.²⁹

Marcelo Trindade, ainda, lembra que há que se diferenciar autorregulação do conceito de *soft law* e explica:

Não se deve confundir a auto-regulação com outro conjunto de normas que tem se tornado muito comum, e sido denominada mais frequentemente *soft law*, para representar recomendações e manuais de conduta editados seja por instituições privadas (como os códigos de governança corporativa existentes em diversas jurisdições) ou públicas (como o manual de melhores práticas de governança corporativa publicado em 2000 pela CVM). Tais documentos não são de cumprimento obrigatório, ao contrário do que acontece com normas de autorregulação, sejam de base legal, seja voluntária.³⁰

Nesse sentido, faz-se necessário explicitar que a autorregulação pode se manifestar no mercado tanto por base legal como por base voluntária – sendo a de base legal também conhecida como pública e, naturalmente, prevista em lei, enquanto a de base voluntária pode ser chamada de autorregulação privada e possui vínculo contratual.³¹

Como exemplo de autorregulação com base legal, existe aquela exercida pela Bolsa de Valores – com fulcro no art. 8º, § 1º e no art. 17, parágrafo único, da Lei nº 6.385/76³² – que deve exercer fiscalização de maneira auxiliar à CVM.

Assim, foi instituída a BM&F Bovespa Supervisão de Mercados (“BSM”), uma associação civil sem fins lucrativos que supervisiona e fiscaliza os membros da Bolsa de

²⁹ PAVIA, Eduardo Cherez. Op. cit. p. 83

³⁰ TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. Op. cit. p. 9

³¹ TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. Op. cit. p. 11

³² Art. 8º, §1º - O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados.

Art. 17, parágrafo único - Às Bolsas de Valores, às Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas.

Valores. Criada com o objetivo de afastar eventuais conflitos de interesse que podem advir da autorregulação, entre entidade autorreguladora e os participantes regulados. Sobre esse aspecto, esclarece Luciana Pires Dias:

Tendo em vista que os agentes farão normas que maximizem os resultados do grupo, não se pode esperar que tais normas sirvam à consecução de objetivos que fujam do interesse desse grupo. Assim, normas sociais resultantes de cooperação não servirão para promover a justiça distributiva em relação a terceiros fora do grupo ou para a consecução de outros fins que a sociedade em geral possa entender relevantes. Não se pode esperar, portanto, que as normas resultantes da cooperação prestem qualquer atenção dos interesses de membros que não sejam do grupo.³³

Além disso, a BM&F Bovespa estabeleceu níveis de governança corporativa (Nível 1, Nível 2, Novo Mercado e Bovespa Mais) – exemplos de autorregulação voluntária e que podem, inclusive, resultar em punição caso descumpridas as normas previstas.³⁴

Para tratar de autorregulação voluntária no mercado de capitais, é necessário analisar também a atuação da ANBIMA e seu Código de Melhores Práticas – por meio do qual os participantes do mercado se comprometem a obedecer a regras mais rigorosas do que as previamente estabelecidas pela CVM. Fundada em 2009, a ANBIMA representa agentes do sistema financeiro nacional, como por exemplo bancos comerciais e de investimento, os corretores e distribuidores de títulos e valores mobiliários, bem como administradoras e gestoras de recursos, além de demais instituições financeiras, conforme o art. 6º de seu Estatuto Social³⁵.

Contudo, é comum que as regras estabelecidas pela autorregulação sejam incorporadas pelo sistema estatal – como aconteceu com a maior parte das normas que, inicialmente, foram trazidas pela ANBIMA e, com o passar do tempo, foram absorvidas pela CVM. Um exemplo seria a exigência de que os fundos de investimento apresentassem um prospecto. Dessa forma, recorda Eduardo Cherez Pavia:

³³ DIAS, Luciana Pires. Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários. Dissertação de Mestrado, apresentada na Universidade de São Paulo, 2005, p. 131.

³⁴ Para saber mais sobre os segmentos especiais criados pela BM&F Bovespa, ver: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/evolucao-dos-segmentos-especiais/> Acesso em 21 de maio de 2017.

³⁵ <http://www.anbima.com.br/data/files/A3/E7/F0/A6/4FC575106582A275862C16A8/Estatuto_20ANBI_MA_1_.pdf> Acesso em 23 de maio de 2017.

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, criado em 2012 pela Instrução CVM 522, de 8 de maio. Até então, o prospecto, junto com o regulamento, era um documento importante, sendo que o cotista, mediante termo próprio, declarava que o havia recebido. Em 2012, o prospecto passou a ser um documento mentido apenas à disposição dos cotistas investidores.³⁶

Apesar disso, hoje a CVM já reconhece a ineficiência de obrigatoriedade do prospecto e, por meio de sua Instrução Normativa 555/2014, já entende sua inexigibilidade. Nesse sentido, o autor prossegue:

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. Em outras palavras, a CVM parece ter reconhecido que o excesso de informações e documentos pode ser prejudicial à compreensão do investidor e pouco eficiente, tendo decidido se concentrar em alguns poucos documentos padronizados, com informações mais diretas, como a lâmina, o formulário de informações complementares e o demonstrativo de desempenho.³⁷

O Código ANBIMA, ainda, dispõe sobre normas específicas para prestadores de serviços dos fundos e exige que seus afiliados mantenham manuais de marcação a mercado, de política de exercício de voto sobre os ativos financeiros futuros do fundo, além de atribuir o dever de verificação dos investimentos realizados – conhecido como *suitability*³⁸.

³⁶ PAVIA, Eduardo Cherez. Op. cit. p. 106

³⁷ PAVIA, Eduardo Cherez. Op. cit. p. 107

³⁸ O termo *suitability*, cuja tradução literal significa “adequabilidade”, “apropriado para”, está ganhando cada vez mais notoriedade no mercado de capitais, especialmente em relação aos fundos de investimento. Estes, em razão da vasta gama de produtos e tipos de investimento, oferecem uma grande variedade de opções. O investidor, ao escolher investir em fundos de investimento, poderá optar desde fundos de renda fixa prefixados até fundos que aplicam grande parte de seus recursos em contratos de derivativos. Neste contexto, visto a diversidade de investidores e as inúmeras possibilidades de investimento, nota-se uma forte tendência no sentido de adequar o tipo de investimento ao perfil do investidor. Essa adequação pode ser analisada a partir de informações referentes aos objetivos de investimento, às experiências pretéritas do investidor, ao conhecimento do mercado, ao nível de tolerância a perdas na busca de rentabilidades maiores. (CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. Op. cit. p. 97)

2.3. Estruturação de um fundo de investimento

Os fundos de investimento podem ser caracterizados como estruturas de investimento coletivo que, pretendendo reduzir os riscos e expandir as possibilidades de retorno dos valores investidos, buscam se capitalizar através da diversificação de ativos e por meio de administração e gestão especializadas³⁹.

Nas palavras de Alexandre Assaf Neto, o termo fundo de investimento consiste em um “conjunto de recursos monetários, formados por depósitos de grande número de investidores (cotistas), que se destinam à aplicação coletiva em títulos e valores mobiliários”⁴⁰.

Ainda, acrescenta o professor Nelson Eizirik:

O público, ao investir nos fundos, tem como objetivo conjugar seus recursos em busca de soluções de investimento mais seguras e que lhe proporcionem rentabilidade e liquidez. A possibilidade de aplicação em uma carteira de ativos diversificada, mediante a aquisição de cotas de fundos de investimento constitui um dos fatores mais atrativos para os investidores. Com efeito, a diversificação dos investimentos em ativos de vários segmentos do mercado financeiro propicia que o rendimento satisfatório de determinados ativos compense a eventual baixa dos demais.⁴¹

As cotas representam fração ideal do patrimônio comum⁴², cujo valor econômico varia conforme a valorização ou desvalorização dos ativos investidos. Cabe destacar que a doutrina prefere chamar de fração ideal, uma vez que o cotista possui direito tão somente à quantidade de moeda corrente que equivale àquelas cotas. Ricardo Freitas explica:

Preferimos, no entanto, expressar que as cotas do fundo de investimento são valores mobiliários representativos da significação econômica de fração ideal do patrimônio comum. Isso porque o

³⁹ “O fundo de investimento, ao permitir a aplicação de recursos de pequeno volume e proporcionar o acesso a uma administração especializada, constitui um dos mais notáveis e democráticos instrumentos de alocação da poupança dos investidores, muitas vezes não afeitos à complexa dinâmica do mercado financeiro”. (EIZIRIK, Nelson, et al. Op. cit. p. 81)

⁴⁰ ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2003, p. 386

⁴¹ EIZIRIK, Nelson, et al. Op. cit. p. 81

⁴² A cota, em verdade, é que consiste no bem, móvel e incorpóreo, de titularidade dos cotistas. Estes, por sua vez, podem exercer integralmente todos os direitos relativos às cotas, que são bens próprios e exclusivos. (CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Fundos de Investimento: Aspectos Polêmicos*. Op. cit. p. 25)

cotista não tem efetivo direito a uma parte ideal de cada bem que compõe o patrimônio do fundo, mas tão só à quantidade de moeda corrente nacional equivalente àquela parte ideal.⁴³

A emissão de novas cotas pode se dar no ato da constituição do fundo (emissão inicial) ou ao longo de sua vida operacional, e deverão se ofertadas para que sejam subscritas e integralizadas conforme as regras dispostas pelo regulamento.

Conforme o disposto no artigo 4º da Instrução CVM nº 555, os fundos de investimento podem ser classificados como abertos ou fechados. Nos fundos de investimento fechados, o resgate de cotas é permitido somente ao fim do prazo de duração do fundo de investimento. Já nos fundos abertos, o resgate poderá ser realizado com a periodicidade que o próprio regulamento vier a definir.

Além disso, nos fundos abertos, as únicas hipóteses em que as titularidades das cotas poderiam ser transferidas são (i) em caso de decisão judicial, (ii) execução de garantia ou (iii) sucessão universal. No entanto, nos fundos fechados, as cotas podem ser cedidas livremente, seja por celebração de termo de cessão e transferência, seja por meio da bolsa de valores.

2.3.1. Constituição do fundo de investimento

Antes de dar início às suas operações, os fundos de investimento devem ser constituídos por ato unilateral do administrador, responsável por elaborar o regulamento e o prospecto⁴⁴, além de ofertar publicamente as cotas de emissão do fundo ao mercado. A partir de então, os investidores passam à condição de cotistas do fundo, mantendo nele suas aplicações.⁴⁵

O regulamento é o documento que define as diretrizes sobre todas as matérias referentes ao fundo – e pode ser comparado ao estatuto social de uma sociedade anônima, por exemplo. Tal documento deve incluir os objetivos e as políticas de investimento⁴⁶, assim como as responsabilidades do administrador, da gestora e dos

⁴³ FREITAS, Ricardo. Op. cit. 97

⁴⁴ Art. 6º da Instrução CVM nº 555/2014

⁴⁵ EIZIRIK, Nelson, et al. Op. cit. p. 82

⁴⁶ Dentre essas matérias, assume especial destaque a política de investimentos, eis que determina como serão aplicados os recursos do fundo, resguardando para que seja observado o objetivo dos investidores

prestadores de serviço contratados. Ainda, deverá conter o prazo de duração do fundo, a frequência com que devem ser calculadas as cotas, a política adotada sobre a divulgação de informações, além de dispor sobre as normas de subscrição e resgate das cotas, e sobre os procedimentos referentes à assembleia geral de cotistas.

Sempre que houver necessidade de alteração do regulamento, esta deve ser aprovada em sede de assembleia de cotistas⁴⁷ – órgão de deliberação máximo dos fundos de investimento – à exceção das hipóteses elencadas no art. 47 da Instrução CVM nº 555⁴⁸, ou quando a mudança tratar de redução de taxa de administração.

Já quanto ao prospecto, este consiste em uma consolidação dos objetivos do fundo e deverá dispor mais detalhadamente sobre as políticas de investimento e de distribuição de resultados, bem como identificar os fatores de risco⁴⁹.

2.3.2. Administrador

Conforme o disposto na Instrução CVM nº 555 da CVM, em seu art. 78, a administração dos fundos de investimento “compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo”.

A administração do fundo deve ser desempenhada, portanto, por agente especializado, sendo vedada sua realização pelos cotistas. Estes estão restritos a exercer os direitos políticos na medida em que suas cotas lhes permitirem – como, por exemplo, votar em assembleia as matérias que o regulamento previr como de competência

no tocante ao risco e à expectativa de rentabilidade. (CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. Op. cit. p. 85)

⁴⁷ Art. 45 da Instrução CVM nº 555/2014 – As alterações do regulamento dependem da prévia aprovação da assembleia geral de cotistas, sendo eficazes a partir da data deliberada pela assembleia

⁴⁸ Art. 47. O regulamento pode ser alterado, independentemente da assembleia geral, sempre que tal alteração: I – decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento a exigências expressas da CVM ou de adequação a normas legais ou regulamentares; II – for necessária em virtude da atualização dos dados cadastrais do administrador ou dos prestadores de serviços do fundo, tais como alteração na razão social, endereço, página na rede mundial de computadores e telefone; e III – envolver redução da taxa de administração ou da taxa de performance.

⁴⁹ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídica dos Fundos de Investimento. Op cit. p. 85

assemblear⁵⁰. Os cotistas não possuem poderes para, também, eleger conselho de administração, a fim de delimitar os poderes do administrador.

Nas palavras de Nelson Eizirik, ainda, “a administração do fundo é usualmente confiada a uma entidade especializada, instituição financeira com capacitação técnica para administrar e gerir o patrimônio comum dos cotistas”^{51 e 52}.

Cabe destacar as palavras do autor também quando ele afirma:

(...) a administração profissional e especializada do fundo tende a gerar rendimentos maiores do que o investidor individualmente conseguiria obter, já que os profissionais atuantes na área dispõem de projeções, estudos e experiência que lhes permitem realizar aplicações com maior probabilidade de êxito.⁵³

Em complemento, Mario Tavernard Martins de Carvalho ensina que:

O administrador deve exercer todas as atividades relativas ao regular funcionamento e manutenção do fundo, observado o que a respeito dispuser as normas correspondentes e o regulamento. Trata-se, em verdade, de uma relação de fidúcia, pela qual o administrador presta serviços ao fundo e, indiretamente, aos cotistas.⁵⁴

Enfatize-se que um dos deveres mais importantes do administrador consiste na devida prestação de informações, de acordo com o princípio do *disclosure* – destinadas não somente aos cotistas, como também a todo o mercado, conforme leciona Nelson Eizirik:

Ressalte-se que as informações a respeito do fundo dirigem-se não apenas aos seus cotistas, mas também ao mercado como um todo, razão pela qual a obrigatoriedade de divulgá-las imediatamente se mantém, mesmo que o fundo tenha um único cotista. Aliás, é este sistema de divulgação de informações ao mercado que, por ser aplicável, indistintamente, a todos os fundos de investimento, possibilita uma melhor comparação entre a rentabilidade apresentada pelos diversos fundos, tornando mais fácil a avaliação do desempenho da instituição administradora.⁵⁵

⁵⁰ FREITAS, Ricardo. Op. cit. p. 219

⁵¹ EIZIRIK, Nelson, et al. Op. cit. p. 84

⁵² Art. 2º da Instrução CVM nº 555/2014

⁵³ EIZIRIK, Nelson; et al. Op cit. p. 82

⁵⁴ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Op. cit. p. 105

⁵⁵ EIZIRIK, Nelson, et al. Op cit. p. 88

Para ser registrado como administrador na CVM, existem duas categorias para as quais o requerente pode solicitar: (i) administrador fiduciário ou (ii) gestor de recursos – cada uma delas com distintas atribuições e requisitos⁵⁶.

Entretanto, para exercer todas as responsabilidades da melhor maneira possível, a legislação permite que sejam formados comitês técnicos e conselhos consultivos⁵⁷ para melhor orientar o administrador. Este pode, ainda, contratar prestadores de serviços⁵⁸ para os quais serão delegadas algumas obrigações. Dentre eles, listamos abaixo:

- (i) Gestão da carteira do fundo;
- (ii) Consultoria de investimentos;
- (iii) Atividades de tesouraria;
- (iv) Distribuição de cotas;
- (v) Escrituração da emissão e resgate de cotas;
- (vi) Custódia de ativos financeiros;
- (vii) Classificação de risco por agência especializada; e
- (viii) Formador de mercado.

Cumpra observar que a contratação destes prestadores de serviços é facultativa ao administrador, uma vez que a ele cabe desempenhar todas essas atividades por conta própria. No entanto, esta pode ser interessante, considerando a especialização dos terceiros contratados e uma melhor divisão de responsabilidades – evitando, assim, possíveis conflitos de interesses entre a administração do fundo e os cotistas.⁵⁹

⁵⁶ Instrução CVM nº 558/2014

⁵⁷ Dentro do campo da autonomia privada definida pelo legislador para cada espécie, por certo poderá o regulamento do fundo prever a existência de um “conselho” destinado a se manifestar sobre os mais variados temas, e composto por pessoas físicas ou jurídicas, cotistas ou não. Referido órgão interno, no entanto, terá atribuição meramente consultiva, não podendo jamais “impor” qualquer diretriz ao administrador do fundo, ou “determinar” a orientação dos negócios, tal qual o conselho de administração numa sociedade anônima. (FREITAS, Ricardo. Op. Cit. p. 219)

⁵⁸ Insta salientar, também, que todos os terceiros que forem contratados, com exceção do custodiante e da agência de classificação de risco, deverão ser remunerados pelo administrador, e não pelo fundo. (CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. Op. cit. p. 107)

⁵⁹ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. Op. cit. p. 107

2.3.3. Gestão de carteiras

A atividade de gestão de carteiras pode ser desempenhada, como já visto, tanto pelo próprio administrador, quanto por um terceiro contratado. “A gestão consiste na escolha e na negociação – conforme a política de investimentos adotada – dos títulos e valores mobiliários que compõem o portfólio do fundo.”⁶⁰ Por esse motivo, vinculam-se os bons resultados do fundo e sua rentabilidade à competência do gestor.

Conforme a redação do artigo 23 da Lei nº 6.385/76 prevê⁶¹, podem ser gestores de um fundo de investimento pessoas jurídicas ou naturais, desde que devidamente registradas perante a CVM.

Na forma do art. 3º da Instrução CVM nº 558/2015, as pessoas naturais que desejarem obter cadastro como gestor deverão cumprir requisitos como:

- I – ser domiciliado no Brasil;
- II – ser graduado em curso superior, em instituição reconhecida oficialmente no País ou no exterior;
- III – ter sido aprovado em exame de certificação cuja metodologia e conteúdo tenham sido previamente aprovados pela CVM;
- IV – ter reputação ilibada;
- V – não estar inabilitado ou suspenso para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM, pelo Banco Central do Brasil, pela Superintendência de Seguros Privados – SUSEP ou pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC;
- VI – não haver sido condenado por crime falimentar, prevaricação, suborno, concussão, peculato, “lavagem” de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores, contra a economia popular, a ordem econômica, as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade pública, o sistema financeiro nacional, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, por decisão transitada em julgado, ressalvada a hipótese de reabilitação;

⁶⁰ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. Op. cit. p. 107

⁶¹ Art. 23. O exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão. § 1º - 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.

VII – não estar impedido de administrar seus bens ou deles dispor em razão de decisão judicial ou administrativa;

VIII – preencher o formulário do Anexo 15-I de modo a comprovar a sua aptidão para o exercício da atividade

Já para pessoa jurídica, estabelece o art. 4º da mesma Instrução outras condições, tais como, *in verbis*:

I – ter sede no Brasil;

II – ter em seu objeto social o exercício de administração de carteiras de valores mobiliários e estar regularmente constituído e registrado no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas - CNPJ;

III – atribuir a responsabilidade pela administração de carteiras de valores mobiliários a um ou mais diretores estatutários autorizados a exercer a atividade pela CVM, nos termos dos §§ 5º e 6º deste artigo;

IV – atribuir a responsabilidade pelo cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos e desta Instrução a um diretor estatutário;

V – caso o registro seja na categoria “gestor de recursos”, atribuir a responsabilidade pela gestão de risco a um diretor estatutário, que pode ser a mesma pessoa de que trata o inciso IV;

VI – seus sócios controladores diretos ou indiretos devem atender aos requisitos previstos pelos incisos IV, V, VI e VII do art. 3º;

VII – constituir e manter recursos humanos e computacionais adequados ao porte e à área de atuação da pessoa jurídica; e

VIII – preencher o formulário do Anexo 15-II de modo a comprovar a sua aptidão para o exercício

Além disso, os sócios controladores dessa pessoa jurídica deverão cumprir também as exigências dos incisos IV e VII do art. 3º acima transcrito.

Como prevê a Instrução CVM nº 555, ainda, o gestor possui poderes para celebrar contratos de ativos financeiros e intermediários em nome do fundo, assim como realizar operações e “exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos

pelo fundo, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto do fundo”⁶². Nas palavras de Eduardo Cherez Pavia:

Em outras palavras, 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 fiduciário ou ao prestador de serviço contratado para tal.⁶³

Por fim, Mario Tavernard Martins de Carvalho enfatiza a importância da gestão especializada para os fundos de investimento e acrescenta:

A reputação dos gestores pode propiciar o sucesso de um fundo. Em se tratando de gestores com notória especialidade e experiências de sucesso, a tendência é que haja um maior número de investidores interessados em subscrever as cotas do fundo de investimento por ele gerido.⁶⁴

2.3.4. *Chinese Wall*:

A chamada *Chinese Wall* consiste em um método de segregação de atividades, desenvolvido para impossibilitar conflitos de interesse⁶⁵ entre os cotistas e a administração do fundo – comum quando existe um administrador que gere também recursos próprios. Nas palavras de Sergio Corrêa-Lima e Vinicius Pimenta:

Esse mecanismo econômico/contábil visa a impedir que o dinheiro dos investidores-condôminos seja confundido com os recursos próprios do administrador (geralmente uma instituição financeira), o que poderia desvirtuar a natureza da operação.⁶⁶

⁶² Artigo 78, §3º da Instrução CVM nº 555/2014

⁶³ PAVIA, Eduardo Cherez. Op. Cit. p. 122

⁶⁴ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. Op. cit. p. 108

⁶⁵ A segregação de atividades, muitas vezes também referida como “*Chinese Wall*”, tem como finalidade mitigar os conflitos de interesse que naturalmente surgem na administração de recursos de terceiros, especialmente em relação à administração de recursos próprios ou quando tal atividade for exercida por entidade integrante de conglomerado no qual se exerçam outras atividades no mercado de capitais, como banco de investimento, por exemplo. (PAVIA, Eduardo Cherez. Op. cit. p. 128)

⁶⁶ CORRÊA-LIMA, Sergio Mourão; e PIMENTA, Vinicius Rodrigues. Fundos de Investimento. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mario Tavernard Martins de (org.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais – Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 663

Acrescentam, ainda, os autores:

A Chinese wall tem o propósito de dar segurança ao investidor do fundo. Há, ainda, outras formas de proteção deste, como a obrigatoriedade de elaboração e distribuição do documento, o “prospecto”, contendo informações precisas sobre o perfil e os objetivos do fundo.⁶⁷

Tal separação é importante para garantir condições mais neutras aos agentes do mercado, assim como evitar que dificuldades financeiras circunstanciais do administrador afetem o patrimônio do fundo e vice-versa.⁶⁸

Para regular essa segregação, o Conselho Monetário Nacional promulgou as Resoluções nº 2.451/97 e a nº 2.486/98, a fim de estabelecer a “obrigatoriedade de as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil promoverem a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição”.⁶⁹

Em razão das mencionadas resoluções, muitos grupos financeiros passaram a constituir sociedades cujo objetivo se resumia especificamente à gestão de recursos de terceiros. Dessa forma, aos administradores seria permitido contratar gestoras do mesmo grupo, sendo necessário apenas que se indicasse um diretor não vinculado à contratante, responsável pela gestão e supervisão dos recursos dos cotistas.⁷⁰ À época, a CVM editou a Instrução CVM nº 306, que visou tratar da matéria de maneira mais crítica, conforme evidenciado em seu artigo 15⁷¹.

⁶⁷ CORRÊA-LIMA, Sergio Mourão; e PIMENTA, Vinicius Rodrigues. Fundos de Investimento. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mario Tavernard Martins de (org.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais – Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 663

⁶⁸ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Regime Jurídico*. Op. cit. p. 118

⁶⁹ Disponível em <<https://www3.bcb.gov.br/normativo>> Acesso em 7 de junho de 2017

⁷⁰ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. Op. cit. p. 119

⁷¹ Art. 15 – Na administração de carteira de valores mobiliários deve ser assegurada a completa segregação das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, devendo ser adotados procedimentos operacionais, dentre outros, objetivando: 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,

Assim, cabe enfatizar a importância da institucionalização e regulamentação do *Chinese Wall* para melhor funcionamento do mercado brasileiro, a fim de conferir aos cotistas dos fundos uma maior segurança aos seus investimentos.

2.3.5. Distribuidor

O distribuidor é o agente do mercado responsável por disponibilizar as cotas para a subscrição de eventuais investidores interessados. Tal atividade possui previsão legal no art. 15 da Lei nº 6.385/76⁷² e deve ser exercida por sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários.

Sobre a função e importância da contratação de serviços de distribuição de valores mobiliários, Mario Tavernard Martins de Carvalho explica:

A consecução de subscrição das cotas emitidas dependerá da penetração e da capilaridade do distribuidor junto aos investidores. Então, no momento da constituição de um fundo, a adequada escolha do distribuidor é essencial para se viabilizar a captação dos recursos necessários para o efetivo funcionamento. É possível inclusive a contratação de diversos distribuidores. Paralelamente, quanto mais os fundos se destacarem pela consistência de seus resultados, haverá mais distribuidores interessados em realizar a distribuição das respectivas cotas.⁷³

Por isso, é comum que os fundos que apresentam melhores resultados sejam mais procurados por diferentes distribuidores, a fim de que suas cotas sejam objeto de contratação deste tipo de serviço.

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 a 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.

⁷² Art . 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende:

I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:

a) como agentes da companhia emissora;

b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado;

II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender 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 - entidades de mercado de balcão organizado. VI - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. 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.

⁷³ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. Op. cit. p.

2.3.6. Custodiante

O exercício da atividade de custódia é disposto no art. 24 da Lei nº 6.385/76 e é conceituada como “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”.

Entretanto, a Lei das Sociedades Anônimas confere um caráter fiduciário ao custodiante em seu artigo 41⁷⁴, atribuindo uma característica fungível aos valores mobiliários sob sua guarda.

Eduardo Cherez Pavia conceitua a custódia como:

A guarda de ativos consiste em (i) controle em meio eletrônico dos ativos financeiros junto aos depositários centrais, ou das informações sobre os ativos financeiros nas entidades registradoras por meio de contas de custódia individualizadas em nome dos investidores e segregadas de outras contas e de posições de titularidade do custodiante; (ii) controle, individualizado e segregado por investidor, a partir das informações recebidas das entidades registradoras e cedentes, conforme o caso, com relação a ativos físicos ou arquivos eletrônicos, nas hipóteses em que a regulamentação aplicável atribuir ao custodiante o dever de guarda de documentos; (iii) conciliação diária das posições junto aos depositários centrais; (iv) conciliação das posições junto às entidades registradoras, quando exigido pela regulamentação, e (v) guarda física, quando aplicável, de documentos relativos a ativos integrantes das carteiras dos fundos de investimento e carteiras de valores mobiliários.⁷⁵

Sobre os custodiantes, Mario Tavernard Martins de Carvalho observa também que o desempenho dessa atividade por um terceiro contratado “pode conferir mais segurança para o investidor, pois consiste em mais uma garantia de que seus recursos estão sendo utilizados em operações estritamente relacionadas às atividades do fundo.”⁷⁶

⁷⁴ Art. 41. A instituição autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar serviços de custódia de ações fungíveis pode contratar custódia em que as ações de cada espécie e classe da companhia sejam recebidas em depósito como valores fungíveis, adquirindo a instituição depositária a propriedade fiduciária das ações

⁷⁵ PAVIA, Eduardo Cherez. Op. cit. p. 135

⁷⁶ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. Op. cit. p.

2.4. Personalidade jurídica e separação patrimonial

Antes de analisarmos as diferentes teorias acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento, faz-se necessário explorar a questão da personalidade jurídica e a forma como ela interfere na questão patrimonial dos investidores e do próprio fundo.

No direito brasileiro, assume-se a ausência de personalidade jurídica⁷⁷ nos fundos de investimento, aos quais não se aplica o artigo 44, incisos I a VI do Código Civil⁷⁸. Dessa forma, os fundos não possuem capacidade postulatória e contratual próprias, e, portanto, necessitam ser representados por seu administrador em todos os seus atos.

Além disso, os artigos 452, 503 e 985⁷⁹ também versam sobre a personalidade jurídica – este último, mais especificamente sobre sociedades – e dispõem sobre a sua existência, tanto para pessoas naturais, como para pessoas jurídicas, e sobre as hipóteses em que se permite a possibilidade de sua desconsideração.

O autor Ricardo Freitas é um dos principais defensores do reconhecimento de personalidade jurídica aos fundos, assim como também da aplicabilidade da teoria societária⁸⁰ a eles. Nas palavras dele:

(...) a personalidade jurídica nasce do grau de efetiva subjetivação que a lei atribua a uma dada estrutura organizacional associativa verificada por trás da relação de um sujeito com um patrimônio, e não da simples

⁷⁷ A personalidade jurídica, lembre-se, não depende de características intrínsecas da entidade, mas do sistema jurídico. Tal dependência está relacionada à concessão de direitos e obrigações a um ente: “a personalidade jurídica é o reconhecimento desses direitos, essa subjetivação do ente. (GUEDES, Vinicius Mancini. Os Fundos de Investimento. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). Direito Societário Contemporâneo I. São Paulo: Quartier Latin, 2009)

⁷⁸ Art. 44. São pessoas jurídicas de direito privado:

I - as associações; II - as sociedades; III - as fundações; IV - as organizações religiosas; V - os partidos políticos; VI - as empresas individuais de responsabilidade limitada.

⁷⁹ Art. 45 - Começa a existência legal das pessoas jurídicas de direito privado com a inscrição do ato constitutivo no respectivo registro, precedida, quando necessário, de autorização ou aprovação do Poder Executivo, averbando-se no registro todas as alterações por que passar o ato constitutivo.

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

Art. 985. A sociedade adquire personalidade jurídica com a inscrição, no registro próprio e na forma da lei, dos seus atos constitutivos

⁸⁰ Ver item 3.5 do presente trabalho

proclamação vernacular do legislador ao proferir um “reconheço” ou “considera-se dotado de...”, ou, ao revés, “é destituído de...”⁸¹.

Ainda, sobre a ausência de personalidade jurídica, Eduardo Cherez Pavia manifesta-se no mesmo sentido do autor acima mencionado e vai além:

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 dupla tributação. A ausência de personalidade, por si só, não torna o fundo uma sociedade em comum.⁸²

Todavia, a legislação brasileira não admite que os fundos de investimento sejam sujeitos de direito – uma vez que constituem condomínio, conforme será visto no item 3.1 deste trabalho – e, portanto, existe uma questão central a ser tratada: os cotistas, na qualidade de investidores, deveriam responder por dívidas do fundo com seu patrimônio próprio?

A resposta para essa pergunta é claramente que não, assim como os ativos detidos pelo fundo não são de propriedade dos cotistas⁸³, mas sim de um corpo autônomo, como evidenciado nos trechos acima.

Eduardo Cherez de Pavia prossegue com a análise, ainda, referindo-se à solidariedade entre os cotistas, imposta pelo artigo 990 do Código Civil⁸⁴:

Apesar de concordarmos que a responsabilidade dos cotistas do fundo 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

⁸¹ FREITAS, Ricardo de Santos. Op. cit. p. 156

⁸² PAVIA, Eduardo Cherez. Op. cit. p. 54

⁸³ (...) 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. (PAVIA, Eduardo Cherez. Op. cit. p. 55)

⁸⁴ 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.

atribuído aos cotistas na proporção de suas cotas, não se aplicando qualquer solidariedade.⁸⁵

Nesse sentido, podemos concluir, que este modelo limita a o exercício da autonomia privada e atribui responsabilidade exagerada aos cotistas. Nas palavras de Ricardo Freitas:

Com este panorama, concluimos que a estipulação de responsabilidade do cotista por dívidas, ainda que somente em alguns fundos, comporta espaço para o exercício da autonomia privada. No plano real, co-existem estruturas em que os cotistas respondem com seu patrimônio comum para com as dívidas do fundo e estruturas onde a responsabilidade do cotista por dívidas do fundo é limitada ao patrimônio já efetivamente nele aportado.⁸⁶

⁸⁵ PAVIA, Eduardo Cherez. Op. cit. p. 55

⁸⁶ FREITAS, Ricardo de Santos. Op. cit. p. 154

3 A NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Neste item, caberá explicitar as quatro principais teorias doutrinárias a respeito da natureza jurídica dos fundos de investimento. O entendimento adotado pelo ordenamento jurídico brasileiro é o que caracteriza os fundos como condomínio. Contudo, a doutrina estrangeira traz outras interpretações, como veremos adiante. São elas, além desta, a teoria de comunidade de bens não condominial, a de propriedade em mão comum, a de propriedade fiduciária e, por fim, a de organização associativa.

De acordo com o artigo 3º da Instrução CVM nº 555 de 2014, os fundos de investimento são caracterizados como “uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”.

Entretanto, os fundos não se encaixam inteiramente nesse conceito trazido pelo direito civil, e carregam consigo algumas peculiaridades. Vale citar Mario Tavernard Martins de Carvalho:

A definição da natureza dos fundos de investimento não se atém simplesmente a uma disposição regulamentar ou, tampouco, a uma previsão legal. A essência real extrapola o mero significante, o conceito formal expresso, que, muitas vezes, encontra-se isolado e dissociado da realidade.⁸⁷

3.1 Teoria Condominial (ou da Copropriedade)

Há quem defenda a Teoria Condominial, ilustrando os fundos de investimento como uma propriedade caracterizada pela comunhão de múltiplos titulares, cujos investidores seriam equiparados a coproprietários do fundo.

Conceituados autores, como Nelson Eizirik, reafirmam a natureza condominial dos fundos:

Assim, os fundos de investimento organizam-se, juridicamente, sob a forma de condomínio, sem personalidade jurídica, constituindo uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteiras compostas pelos mais diversos ativos financeiros, como títulos da dívida pública,

⁸⁷ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. p. 181

ações, debêntures e outros títulos ou contratos existentes no mercado.⁸⁸

Contudo, de acordo com o disposto no artigo 1.314 do Código Civil, “Cada condômino pode usar da coisa conforme sua destinação, sobre ela exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão, reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse e alhear a respectiva parte ideal, ou gravá-la”. Dos artigos seguintes, depreende-se também que é permitido exigir a divisão da coisa comum, contrair dívidas em favor da comunhão e eximir-se de pagamento de despesas e dívidas ao renunciar à sua parte ideal.

Apesar disso, tais características não se aplicam ao propósito dos fundos de investimento, que se afastam do instituto do condomínio⁸⁹ por sua própria essência. Considerando que não se trata aqui de direito real, não há que se falar em direitos de coproprietários sobre o patrimônio líquido do fundo nesse tipo de estrutura.⁹⁰ Ao contrário, existem direitos de proprietário apenas sobre as cotas de sua própria titularidade. No entanto, em fundos abertos, por exemplo, está ausente o direito de disposição, tendo em vista que, nesses casos, as cotas são intransferíveis, em conformidade com o artigo 13 da Instrução CVM nº 555⁹¹.

Sobre o exercício de direito de propriedade por parte dos cotistas, vale destacar as palavras de Eduardo Cherez de Pavia:

Além disso, e mais importante, considerando que o fundo é uma massa de títulos e 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

⁸⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3 ed.. revista e ampliada – Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 82

⁸⁹ Dá-se condomínio, quando a mesma coisa pertence a mais de uma pessoa, cabendo a cada uma delas igual direito, idealmente, sobre o todo e cada uma de suas partes. (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil: Volume IV, Direitos Reais*. Revista e Atualizada por Carlos Edison do Rêgo Monteiro Filho. 19ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 175)

⁹⁰ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. p. 184

⁹¹ Art. 13. A cota de fundo aberto não pode ser objeto de cessão ou transferência, exceto nos casos de:

I – decisão judicial ou arbitral;

II – operações de cessão fiduciária;

III – execução de garantia;

IV – sucessão universal;

V – dissolução de sociedade conjugal ou união estável por via judicial ou escritura pública que disponha sobre a partilha de bens; e

VI – transferência de administração ou portabilidade de planos de previdência.

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 o 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.⁹²

Nesse mesmo sentido, Luiz Gastão Paes de Barros Leães:

Em suma, a propriedade é um direito de natureza exclusiva; já o condomínio se assenta na ideia de comunhão de direitos. Daí porque, no condomínio, o poder jurídico é atribuído a cada um dos condôminos, não sobre uma parte determinada da coisa, mas sobre a coisa em sua integralidade, assegurando-se a referida exclusividade jurídica ao conjunto de proprietários, em relação a qualquer pessoa estranha. Por outro lado, havendo a pluralidade de proprietários, a cada condômino é dada uma quota ou fração ideal da coisa comum, mas não uma parcela material desta. Ou seja, cada cota ou fração não confere a cada um dos coproprietários a plenitude dominial sobre um determinado fragmento físico do bem, mas atribui a todos os comunheiros direitos qualitativamente iguais sobre a totalidade dele, a serem exercidos na proporção quantitativa em que concorrem com os demais coproprietários na titularidade do conjunto.⁹³

Acrescente-se a isso, o fato de que as cotas representam meramente fração ideal⁹⁴ do patrimônio em questão, o que torna impossível ao cotista exigir a sua divisão, como seria permitido pelo artigo 1.320 do Código Civil⁹⁵. Tal hipótese, contudo, nem mesmo poderia guardar semelhança com pedidos de resgate de cotas, uma vez que o resgate não consiste em dividir o patrimônio, mas sim em pagar ao cotista o valor equivalente à significação econômica da fração por ele detida. Sobre o mecanismo de resgate, elucidada Otavio Yazbek:

⁹² PAVIA, Eduardo Cherez. Op. cit. p. 50

⁹³ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O shopping center como condomínio voluntário. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coord.). Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

⁹⁴ Entretanto, a perspectiva de cotitularidades de interesses sobre a mesma coisa mostra-se hábil a explicar o fenômeno do condomínio, servindo o conceito de fração ideal como a expressão da medida do aproveitamento econômico de cada um dos condôminos. Isso porque o exercício da propriedade por um dos condôminos não exclui o dos outros. (TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; DE MORAES, Maria Celina Bodin. Código Civil interpretado conforme a Constituição da República – vol. III. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 655)

⁹⁵ Art. 1.320. A todo tempo será lícito ao condômino exigir a divisão da coisa comum, respondendo o quinhão de cada um pela sua parte nas despesas da divisão.

Pelo resgate, que é regulamentado pelo art. 37 da Instrução CVM nº 555/2014, o cotista recebe o valor de suas cotas, apurado conforme um procedimento denominado conversão, que deve ser previsto no regulamento do fundo. Basicamente, pela conversão, verifica-se o valor dos ativos integrantes do patrimônio do fundo e, conseqüentemente, o valor das cotas que se pretende resgatar, alienando-se, conforme critérios pré-definidos, ativos suficientes para suportar o resgate devido.⁹⁶

Vale mencionar também que, ao contrário do que prevê o Código Civil, o administrador é o único apto a contrair obrigações em nome do fundo. Assim, leciona Ricardo de Santos Freitas:

Encontramos nova divergência no artigo 1.318, o qual estipula que as dívidas contraídas por um dos condôminos em proveito da comunhão e, durante ela, obrigam o contratante, o qual terá, no entanto, ação regressiva contra os demais condôminos. Em nenhuma das espécies de fundo reguladas pelo direito brasileiro existe a possibilidade de um dos condôminos contrair dívidas em nome da comunhão. A única pessoa autorizada a praticar tal ato seria o administrador do fundo, ou, por delegação de poderes deste, o gestor. Estes, ainda assim, estão sujeitos à forte restrição quanto à celebração de determinados atos jurídicos, em nome do fundo, que possam implicar contração de dívidas.⁹⁷

Mais um exemplo da inaplicabilidade do instituto do condomínio aos fundos de investimento é a redação do artigo 1.316 do Código Civil, que viabiliza que o condômino se exima de pagamento de despesas e dívidas caso renuncie à sua parte. Ora, ao cotista não cabe arbitrar sobre o aporte de recursos devido, tendo em vista que esta é uma obrigação sua perante o fundo, conforme a Instrução CVM nº 555 acertadamente traz em seu artigo 25, II, d.⁹⁸ Sobre esse aspecto, Mario Tavernard Martins de Carvalho ratifica que “não há que se falar, ainda, em qualquer possibilidade de os cotistas se escusarem de aportar recursos adicionais em caso de patrimônio líquido negativo sob alegação de renúncia aos direitos provenientes de suas cotas”⁹⁹.

⁹⁶ YAZBEK, Otavio. Limites do modelo de private equity no Brasil: o caso dos regimes de resgate, amortização e pagamento de dividendos. In: HANSZMANN, Felipe (org.) et al. Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais. 1 ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016. p. 379

⁹⁷ FREITAS, Ricardo de Santos. Op. cit. p. 168

⁹⁸ Art. 25. Todo cotista ao ingressar no fundo deve atestar, mediante formalização de termo de adesão e ciência de risco, que: II – tem ciência: d) se for o caso, de que as estratégias de investimento do fundo podem resultar em perdas superiores ao capital aplicado e a conseqüente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo.

⁹⁹ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. p. 184

Ainda, há quem acredite em uma modalidade de condomínio *sui generis* aplicável aos fundos de investimento, como Fernando Gaggini¹⁰⁰. Entretanto, quanto a esse ponto de vista, Mario Tavernard Martins de Carvalho discorda, fundamentando que a CVM não teria competência para criar e regulamentar um tipo próprio:

Ademais, a CVM não poderia dispor que se trata de um condomínio e, ao mesmo tempo, contrariar uma série de normas imperativas que dispõem acerca deste instituto. Nesse diapasão, não teria a CVM competência para criar um condomínio dito *sui generis*. A instrução normativa não pode contrariar a legislação vigente.¹⁰¹

3.2 Teoria da Comunidade de Bens Não Condominial

A Teoria da Comunidade de Bens Não Condominial é a teoria aplicada no direito português, cujo ordenamento jurídico evidencia mais nitidamente e efetivamente emprega a distinção entre comunhão e condomínio. Mario Tavernard de Carvalho Martins explica essa distinção:

A comunhão é mais ampla do que o condomínio, uma vez que transmite a noção de tudo aquilo que é comum. Pode-se falar tanto em comunhão de bens (copropriedade ou condomínio) como em comunhão de direitos (cotitularidade). Não seria possível, pois, referir-se a condomínio de direitos ou de interesses. Destarte, a comunhão deve ser entendida como gênero do qual o condomínio é espécie.¹⁰²

Nesse mesmo sentido, Fábio Konder Comparato ensina também que uma das principais diferenças entre esses dois conceitos reside no aproveitamento comum de uma mesma coisa, afastando a obrigação de uma única finalidade para as hipóteses de comunhão:

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

¹⁰⁰ Isto posto, e sem prejuízo do acima demonstrado, concluímos ser o fundo de investimento, perante o direito brasileiro, uma forma de 'condomínio' de natureza especial, com regras próprias e específicas, distintas das descritas no Código Civil. De fato, a utilização do termo 'condomínio' mostra-se um tanto imprecisa, por tratar-se esse instituto de situação diversa daquela apresentada no Código Civil pátrio. Embora se tenha desejado, com a utilização da terminologia, representar a ideia de propriedade fracionada em partes ideais, não se averiguou a existência fática do instituto do condomínio tradicional, e sim a existência de um instituto jurídico diferenciado. (GAGGINI, Fernando Schwarz. Op. cit. p. 53).

¹⁰¹ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. p. 185

¹⁰² CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. p. 187

tônico, nos negócios de comunhão, é posto nos próprios bens comuns, ao passo que, na sociedade, os bens sociais são simples instrumentos para o exercício de uma atividade, com o 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.¹⁰³

Entretanto, a eficiência dessa teoria, mesmo no direito português, é questionável e não deve servir de exemplo para a doutrina brasileira, segundo Ricardo de Santos Freitas. O autor argumenta que tal legislação mantém em aberto alguns pontos fundamentais:

É fácil perceber, assim, que o legislador lusitano efetivamente permite que se reconheça uma comunhão de direitos, não entendida como co-propriedade. Mas seria comunhão de quê, se o artigo 1403 parece ter abrangência tão ampla ao tratar como co-propriedade o exercício simultâneo, por mais de uma pessoa, de direito de propriedade sobre uma mesma “coisa”? O vocábulo *coisa* não englobaria quaisquer direitos? O debate poderia ser infundável. O certo é que o legislador português assim regula a figura da comunhão, e determina a aplicação subsidiária das normas da co-propriedade à comunhão que eventualmente não se configure como tal.¹⁰⁴

No direito brasileiro, a distinção supracitada entre comunhão e condomínio não existe – sendo os dois conceitos frequentemente utilizados como sinônimos. Por isso, em nosso ordenamento, não faria sentido que os fundos de investimento fossem considerados uma comunhão não condominial, como proposto por essa teoria.¹⁰⁵

3.3 Teoria da Propriedade em Mão Comum

A teoria em questão possui origem no direito germânico, por meio da qual desconsidera-se a noção de fração ideal e aplica-se o direito de uso e gozo à comunidade em vez do indivíduo.¹⁰⁶

Sobre as principais características dessa teoria, Mario Tavernard Martins de Carvalho cita a indivisibilidade do patrimônio comum e a proteção conferida a este em

¹⁰³ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. O Poder de Controle na Sociedade Anônima. 6ª Ed. Rio de Janeiro, Forense, 2014. p. 133

¹⁰⁴ FREITAS, Ricardo Santos de. Op. cit. p. 186

¹⁰⁵ FREITAS, Ricardo Santos de. Op. cit. p. 187

¹⁰⁶ FREITAS, Ricardo de Santos. Op. cit. p. 187

face de dívidas dos proprietários junto a terceiros. O autor enfatiza, ainda, que embora a indivisibilidade do patrimônio comum possa parecer semelhante à vedação de requerimento pelo cotista da divisão do patrimônio comum, na teoria em questão não é sequer viável cogitar tal segregação. Isso porque, novamente, o conceito de fração ideal é inexistente.¹⁰⁷ Aqui vale acrescentar as palavras de Eduardo Cherez Pavia:

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 Freitas 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.¹⁰⁸

Nesse mesmo sentido, Ricardo Freitas ensina:

Os elementos que caracterizam a figura da propriedade em mão comum são, não só a prevalência absoluta do interesse do grupo sobre o do indivíduo, mas também a impossibilidade deste solicitar a divisão do bem comum e a proteção a ele dada contra dívidas do indivíduo junto a terceiros.¹⁰⁹

3.4 Teoria da Propriedade Fiduciária

De acordo com esta teoria, a relação entre o administrador e os cotistas do fundo é regulamentada por instrumento de mandato. Melhim Namem Chalhub define propriedade fiduciária como:

propriedade limitada pelas restrições que sofre em seu conteúdo, considerada a finalidade para a qual é constituída, tendo duração limitada, enquanto perdurar o escopo do negócio. Por esse modo, o titular de determinado bem transmite a propriedade ao credor sob condição resolutiva, com a exclusiva finalidade de garantia. Uma vez cumprida a obrigação garantida, resolve-se a propriedade do credor, retornando a plena propriedade ao patrimônio do antigo titular.¹¹⁰

Assim, os cotistas do fundo não poderiam exercer qualquer direito real sobre esse patrimônio, mas tão somente sobre as suas cotas. Mario Tavernard de Martins Carvalho explica, ainda, que, nesse caso, “os direitos dos cotistas se resumiriam a

¹⁰⁷ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. p. 190

¹⁰⁸ PAVIA, Eduardo Cherez. Op cit. p. 44

¹⁰⁹ FREITAS, Ricardo de Santos. Op. cit. p. 188

¹¹⁰ CHALHUB, Melhim Namem. Negócio fiduciário. 4 ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 156

aspectos obrigacionais, fazendo estes jus unicamente ao recebimento dos lucros e ao reembolso da cota, assim como ao ressarcimento pelos danos causados culposamente pelo administrador.”¹¹¹

Logo, os que não aceitam que os cotistas sejam considerados coproprietários do fundo, tendo em vista que lhes faltariam direitos dominiais – e, ao mesmo tempo, não admitem que o fundo seja sujeito de direito – invariavelmente cedem à teoria da propriedade fiduciária.¹¹² Contudo, essa teoria é melhor aplicada em países que adotam o sistema de *common law*, nos quais, o conceito plural de propriedade é reconhecido por meio do instituto do *trust*¹¹³.

Cabe salientar que, no direito brasileiro, a propriedade fiduciária deve possuir caráter de garantia. Nas palavras de Mario Tavernard de Martins Carvalho:

Acresça-se, ainda, o fato de o administrador não ser um mero representante dos cotistas, mas um agente que age/preserva o fundo como se este fosse. Inclusive, pode-se lembrar de que o fundo é constituído por ato unilateral do administrador, não sendo sequer plausível pensar-se, neste momento, na relação mandante/mandatário.¹¹⁴

Nessa hipótese, os cotistas teriam direito tão somente aos lucros, reembolso e, eventualmente, ressarcimento (quando aplicável) para casos de abusos por parte da administração. Eduardo Cherez de Pavia discorda dessa teoria e explica:

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.¹¹⁵

¹¹¹ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. p. 191

¹¹² FREITAS, Ricardo de Santos. Op. cit. p. 190

¹¹³ De modo esquemático o trust pode ser descrito como uma relação jurídica na qual uma pessoa denominada “settlor”, separa do próprio patrimônio uma coisa e transfere a propriedade a outrem, nomeado “trustee” para que este, por sua vez, a administre ou guarde em benefício ou para uso de terceiro, chamado beneficiário.

(ALVIM, Thereza. Revista do Instituto de Pesquisas e Estudos, n. 3, jan./mar. 1967. Disponível em: http://bdjur.stj.jus.br/jspui/bitstream/2011/20498/sociedade_investimento_direito_comparado.pdf Acessado em 01 de junho de 2017)

¹¹⁴ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. p. 192

¹¹⁵ PAVIA, Eduardo Cherez. Op cit. p. 44

3.5 Teoria da Organização Associativa (ou Teoria Societária)

A Teoria da Organização Associativa, também conhecida como Teoria Societária, identifica o fundo de investimento como sociedade, apesar da ausência de personalidade jurídica¹¹⁶ – como sustenta a melhor doutrina e conforme pretende-se defender no presente trabalho.

De acordo com o art. 981 do Código Civil: “celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados econômicos”. A partir do mencionado texto legal, é possível inferir três requisitos primordiais para que reste configurada uma sociedade: (i) contribuição em bens ou serviços, (ii) exercício de atividade econômica e (iii) partilha entre os sócios dos resultados auferidos.

Contudo, o que se observa é que as condições supracitadas que caracterizam uma sociedade no direito civil são comuns também à operação de um fundo de investimento.

A primeira delas, a contribuição em bens ou serviços, equivale, nos fundos de investimento, ao ato de subscrição e integralização das cotas – que deve ser realizado em dinheiro, em moeda corrente nacional¹¹⁷, ou em bens, que deverão ser revertidos ao patrimônio do fundo.

Verifica-se, ainda, a existência de *affectio societatis*¹¹⁸ em decorrência da própria integralização, tendo em vista a finalidade de investimento em comum entre os

¹¹⁶ A personalidade jurídica, lembre-se, não depende de características intrínsecas da entidade, mas do sistema jurídico. Tal dependência está relacionada à concessão de direitos e obrigações a um ente: “a personalidade jurídica é o reconhecimento desses direitos, essa subjetivação do ente. (GUEDES, Vinicius Mancini. Os Fundos de Investimento. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). Direito Societário Contemporâneo I. São Paulo: Quartier Latin, 2009)

¹¹⁷ Art. 27 da Instrução CVM nº 555/2014 - A integralização do valor das cotas do fundo deve ser realizada em moeda corrente nacional, ressalvada a hipótese do art. 125, inciso I e art. 129.

¹¹⁸ Por outro lado, Nelson Eizirik apresenta um entendimento contrário ao acima destacado e, fundamenta: Os fundos de investimento, ao contrário do que ocorre com as companhias de investimento, apresentam uma feição contratual e não societária, uma vez que não há entre os investidores relação interpessoal associativa – a *affectio*. Ao contrário, a relação dos investidores entre si é irrelevante para a constituição e funcionamento de um fundo, uma vez que, ao aderirem ao fundo, estes vinculam-se ao administrador, que lhes presta serviços de administração e de gestão de seus recursos. (EIZIRIK, Nelson; et al. Op cit. p. 83)

cotistas – o que forma um vínculo associativo entre eles. Nesse sentido, analisa Ricardo Freitas:

Inicialmente, observa-se, nos fundos de investimento, a necessidade de que essa contribuição seja em bens – regra geral, moeda corrente nacional. A exigência de integralização exclusivamente em bens também se repete em se tratando dos tipos societários “sociedade limitada” e “sociedade anônima”. Contata-se, pois, que os cotistas dos fundos de investimento, ao aportarem os respectivos recursos, celebram voluntariamente um negócio jurídico, revelando o compromisso de todos na realização de um fim comum, deflagrando a *affectio societatis*. O próprio ato de aportar recursos para obter maior rentabilidade e diminuir os riscos, o que somente se faz viável mediante a união de investidores, evidencia o objetivo comum e consubstancia a *affectio societatis*. Nesse contexto, a *affectio societatis* presente nos fundos de investimento muito se assemelha àquela verificada nas companhias abertas, nas quais prevalece o *intuitu pecuniae* e não o *intuitu personae*.¹¹⁹

Já no que tange o desempenho de atividade econômica, cabe transcrever as palavras de Mario Tavernard Martins de Carvalho, que compara a atividade dos fundos de investimento à de uma holding, cujo objeto social se caracteriza meramente pela participação acionária em sociedades:

Nesse diapasão, a título de comparação, poder-se-ia citar a sociedade *holding* pura, que possui por objeto exclusivamente participar de outras sociedades. Neste caso, discute-se tratar de sociedade empresária ou de sociedade simples, mas não se essa atividade é econômica ou não. A circulação de bens, a participação por si só em outras sociedades ou a administração/gestão de patrimônio são atividades econômicas.¹²⁰

Enfatize-se, portanto, a característica intrínseca dos fundos de investimento, que é o exercício da atividade econômica, uma vez que o objetivo destes é exatamente a persecução de maiores rendimentos dos valores investidos e redução de riscos e perdas.

Quanto ao terceiro requisito, não há dúvidas de que, no caso dos fundos de investimento existe partilha dos resultados auferidos, considerando que as cotas de cada investidor se valorizam na mesma proporção que o patrimônio líquido do fundo. De acordo com Fernando Schwarz Gaggini:

¹¹⁹ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. p. 193 - 194

¹²⁰ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. p. 194

O objetivo final do fundo é promover a valorização das cotas mediante as aplicações em ativos financeiros, de forma a gerar rendimentos para o cliente/cotista. Tais rendimentos são provenientes de duas fontes: dos juros ou dividendos oferecidos pelos ativos componentes da carteira do fundo e dos ganhos de capital oriundos de operações de compra e venda desses ativos.¹²¹

Assim, restam verificadas as três condições estabelecidas pelo Código Civil para caracterizar sociedade. A partir de então, Ricardo Freitas passa a analisar a tipologia das sociedades, e afirma que o artigo 983 do Código Civil não é exaustivo ao estabelecer as exceções à que se refere o parágrafo único¹²².

Isso porque o texto legal não define quais sociedades não assumem as formas mencionadas, e abre margem para interpretação. O autor, então, questiona a definição de lei especial e de tipo trazidas pelo referido artigo:

Parece-nos que o termo lei especial foi empregado pelo legislador para se referir a qualquer ato legislativo outro que não o próprio Código Civil. Este seria então implicitamente qualificado, por contraposição, como a lei comum, a lei codificada. Qualquer fenômeno jurídico que não tivesse regulação prevista no Código e que acabasse tendo tratamento legal específico seria considerado como regulado por lei especial. Lei, no sentido empregado pelo artigo 983, deve ainda ser entendida como norma legal.¹²³

Portanto, assumindo-se que aos fundos de investimento não é conferida personalidade jurídica própria, não sendo eles titulares de seu patrimônio – e, ainda, organizados juridicamente sob a forma de condomínio –, a teoria da organização associativa nos traz a possibilidade de tratarmos dos fundos de investimento como uma instituição de caráter societário, não personificada e regida por regulamento próprio. Seguindo essa mesma linha de raciocínio, Sergio Mourão Corrêa-Lima e Vinícius Rodrigues Pimenta resumem:

Tendo em vista que os fundos englobam recursos comuns, destinados à aplicação em certos e específicos títulos ou valores mobiliários; que os investidores adquirem e se tornam titulares das cotas dos fundos;

¹²¹ GAGGINI, Fernando Schwarz. Op. cit. p. 17

¹²² Art. 983. A sociedade empresária deve constituir-se segundo um dos tipos regulados nos arts. 1.039 a 1.092; a sociedade simples pode constituir-se de conformidade com um desses tipos, e, não o fazendo, subordina-se às normas que lhe são próprias.

Parágrafo único. Ressalvam-se as disposições concernentes à sociedade em conta de participação e à cooperativa, bem como as constantes de leis especiais que, para o exercício de certas atividades, imponham a constituição da sociedade segundo determinado tipo.

¹²³ FREITAS, Ricardo de Santos. Op. cit. p. 199

que o patrimônio dos fundos pertence aos investidores, na medida em que não têm personalidade jurídica; que a gestão dos recursos é feita conforme o interesse dos investidores, pode-se concluir que os fundos de investimento são sociedades de fato, formadas por investidores (sócios), que exercem propriedade em comum (condomínio) sobre o dinheiro.¹²⁴

Dado o acima exposto, torna-se claro que a natureza jurídica mais adequada aos fundos de investimento não deve ser a condominial – como trata o direito brasileiro – mas sim a natureza societária. Vale acrescentar, também, as palavras de Ricardo Freitas, para concluir o tópico do presente trabalho:

A inexistente e expressa atribuição da condição de condomínio aos fundos de investimento, pelo legislador, na totalidade das espécies existentes, não tem o condão de subsumi-los ao instituto de Direito Civil. O conjunto de relações jurídicas compreendidas em um fundo de investimento colidem com as normas insculpidas no Código Civil como reguladoras da figura condominial.¹²⁵

¹²⁴ CORRÊA-LIMA, Sergio Mourão; e PIMENTA, Vinicius Rodrigues. Fundos de Investimento. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mario Tavernard Martins de (org.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais – Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 659

¹²⁵ FREITAS, Ricardo de Santos. Op. cit. p. 289

CONCLUSÃO

O presente trabalho de conclusão de curso teve como objetivo principal analisar a estrutura dos fundos de investimento no direito brasileiro, seus principais agentes e os instrumentos de regulação envolvidos. Assim, discutiu-se sobre os aspectos regulatórios que circundam os fundos, bem como aqueles referentes à autorregulação e o papel conferido à BSM e à ANBIMA.

Visou-se a explorar as características e atribuições dos principais agentes que atuam no mercado de capitais, como o administrador e suas responsabilidades, assim como as do gestor, distribuidor e custodiante. Evidenciou-se, também, a necessidade de um mecanismo de segregação como o da *Chinese Wall*. Por fim, foram trazidas diferentes teorias acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento, melhor descritas por Ricardo Freitas.

Falou-se, ainda, do patrimônio e dos ativos do fundo enquanto propriedade única e exclusivamente deste, e não dos cotistas – conclusão esta que permite evidenciar o equívoco em tratar tal veículo como condomínio no direito brasileiro.

Concluiu-se, ao longo da pesquisa, que o processo de estruturação de fundos de investimento não é simples e envolve diversos prestadores de serviço – os quais deverão cumprir estritamente todas as obrigações e responsabilidades exigidas pela CVM e por regulamento próprio dos fundos de investimento.

Por outro lado, é necessário também que os investidores tenham ciência de todos os riscos envolvidos – e, por isso, é fundamental que o prospecto traga detalhes do investimento a ser realizado, além do devido cumprimento do dever de *disclosure* do administrador. Portanto, o referido processo de estruturação dos fundos de investimentos apresenta diversos riscos, incluindo os riscos de perda de patrimônio, pelos cotistas, e os riscos de eventual responsabilização, pelos administradores dos fundos.

Por fim, passou-se a expor as diferentes teorias doutrinárias sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento. Trata-se de um tema controvertido, em que quatro teorias principais se destacam e merecem a devida atenção – das quais buscou-se expor

os melhores argumentos e questões de destaque. Através do presente estudo, verificou-se que a teoria da organização associativa, defendida por Ricardo Freitas e outros grandes autores traz o entendimento mais adequado quanto aos fundos.

Há que se mudar urgentemente o tratamento conferido a este instituto no Brasil, uma vez que, como evidenciado neste trabalho, existem questões práticas de extrema importância – como a separação patrimonial entre os investidores e o próprio fundo, e a solidariedade entre os cotistas – em que este entendimento representa um atraso jurídico para o desenvolvimento do mercado de capitais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVIM, Thereza. *Revista do Instituto de Pesquisas e Estudos*, n. 3, jan./mar. 1967. Disponível em: http://bdjur.stj.jus.br/jspui/bitstream/2011/20498/sociedade_investment_o_direito_comparado.pdf

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2003,

BARBOSA, Marcelo. *Apontamentos Sobre Poder de Polícia e Competência da Comissão de Valores Mobiliários*. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (coord.). *Temas de direito bancário e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Regulação do Mercado de Valores Mobiliários*. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (coord.). *Temas de direito bancário e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014

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

CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*. 4 ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 6ª Ed. Rio de Janeiro, Forense, 2014

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

DIAS, Luciana Pires. *Regulação e Auto-Regulação no Mercado de Valores Mobiliários*. Dissertação de Mestrado, apresentada na Universidade de São Paulo, 2005

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3 ed. rev. ampl. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011

FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (coords.). *Fundos de Investimento – Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

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

GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de Investimento no Direito Brasileiro*. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2001

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O shopping center como condomínio voluntário*. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coord.). *Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

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

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil: Volume IV, Direitos Reais*. Revista e Atualizada por Carlos Edison do Rêgo Monteiro Filho. 19ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

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

TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; DE MORAES, Maria Celina Bodin. *Código Civil interpretado conforme a Constituição da República – vol. III*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Regulação e auto-regulação no Brasil e a Crise Internacional*. Disponível em: <<http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/BSM-Artigo-MarceloTrindade-e-AlineMenezesSantos.pdf>>.

YAZBEK, Otavio. *Limites do modelo de private equity no Brasil: o caso dos regimes de resgate, amortização e pagamento de dividendos*. In: HANSZMANN, Felipe (org.) et al. *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. 1 ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007