



**Universidade de Brasília – UnB**  
**Faculdade de Direito**

SAINT-CLAIR DINIZ MARTINS SOUTO

**FUNDOS DE INVESTIMENTO:**  
**um tipo societário autônomo e suas principais características**

Brasília – 2016

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UnB  
FACULDADE DE DIREITO

**Saint-Clair Diniz Martins Souto**

FUNDOS DE INVESTIMENTO:  
um tipo societário autônomo e suas principais características

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre, no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília, linha de pesquisa “Transformações na Ordem Social e Econômica e Regulação”.

Orientadora: Prof. Dra. Ana Frazão

Brasília, 6 de abril de 2016.

# **FOLHA DE APROVAÇÃO**

**SAINT-CLAIR DINIZ MARTINS SOUTO**

Fundos de Investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre, no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília, linha de pesquisa “Transformações na Ordem Social e Econômica e Regulação”.

Brasília, 6 de abril de 2016.

## **BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Dra. Ana Frazão  
(Orientadora – Presidente)

---

Prof. Dr. Paulo Burnier da Silveira  
(Membro)

---

Prof. Dr. Daniel Vilas Boas  
(Membro)

---

Prof. Dr. Vallisney de Souza Oliveira  
(Suplente)

*À minha Cecília, por tudo, absolutamente tudo. Aos meus pequenos, Francisco, Álvaro e Joaquim, que, mesmo sem saber, tornaram mais doces os meus momentos de angústia.*

## AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, e amigos, Saint-Clair e Elizabeth, pela semente que foi plantada e regada por todos esses anos. Como me é árduo tê-los como exemplo a ser seguido... O fruto, agora, também é de vocês.

À professora Ana Frazão, pelo tema, dedicação, profissionalismo e, principalmente, por ter-me descortinado um instigante universo que ainda me era estranho. O meu muito obrigado, de verdade!

Aos professores, servidores e colegas da pós-graduação da UnB, por me fazerem lembrar como é prazeroso ser estudante. Um agradecimento especial ao Professor Paulo Burnier, sempre tão atencioso, é à Euzilene que, pacientemente, respondeu a todas as minhas dúvidas durante o curso (e olha que não foram poucas...).

Aos colegas da minha querida Procuradoria-Geral do Estado do Rio de Janeiro, órgão a que tenho orgulho de pertencer e cuja qualidade de seus membros me fez buscar esse mestrado. À colega e amiga Marília Monzillo, o meu muito obrigado. À Márcia e ao Júlio, pela inestimável ajuda com a bibliografia.

Ao Professor Daniel Vilas Boas, um dos primeiros a me apresentar o Direito Comercial e que muito me honra, agora, com a sua presença.

À Cecília, exemplo de profissional, mulher e mãe, que sempre acreditou em mim, mesmo quando eu mesmo não acreditei. Esse mestrado foi feito um pouco em Brasília, um pouco em Belém e, porque não dizer, um pouco em Salvador, mas muito, e isso tudo justifica, muito mesmo com você.

E, por fim, eles: Francisco, Álvaro e Joaquim, razão de tudo isso! Mais do que o título de Mestre, o que verdadeiramente me orgulha é ser pai de vocês.

## RESUMO

O Brasil é, hoje, um dos principais mercados mundiais da indústria de fundos de investimento, tendo alcançado, no ano de 2014, um patrimônio líquido de R\$ 2,7 trilhões, distribuídos em mais de 14 mil fundos, com 11,5 milhões de cotistas. Mesmo diante desses números, a parca doutrina nacional ainda se debruça sobre temas primários do instituto, não havendo, sequer, unanimidade de entendimento sobre a sua natureza jurídica. O presente trabalho pretende lançar novas luzes sobre as mais variadas questões que lhe são pertinentes, tomando por base a Instrução CVM 555/2014, em vigor desde 1º de outubro de 2015, a qual passou a regulamentar a sua constituição, administração, funcionamento e a divulgação de suas informações. Para tanto, a dissertação faz um estudo histórico do desenvolvimento da indústria de investimentos coletivos aqui e no exterior, com especial destaque para o papel da regulação no desenvolvimento da indústria nacional. Para além de discussões eminentemente teóricas acerca de sua natureza jurídica, o trabalho propõe a superação de sua natureza condominial e, inovando, defende a natureza societária dos fundos de investimento, o que só é possível a partir do reconhecimento do poder legiferante atribuído à CVM. E, a partir desse reconhecimento, são estudadas as suas características específicas, com especial ênfase para a ausência de personalidade jurídica, o âmbito restrito de sua atuação e a sua administração profissional. O risco inerente ao mercado é objeto de estudo a partir do posicionamento de nossos Tribunais sobre a natureza de seus ativos e de seus investidores, que repercute na sua submissão ou não ao estatuto consumerista. De novo, o trabalho afirma serem os fundos de investimento um exemplo – se não o único – de controle gerencial no direito brasileiro, abordando os conflitos de agência dele decorrentes. Por fim, à luz do princípio constitucional da função social da empresa, a dissertação trata da questão relativa à responsabilidade de seus administradores, fazendo um paralelo entre as suas normas e o regime jurídico aplicável às sociedades anônimas em geral.

**Palavras-chave:** fundos de investimento. regulação. natureza societária. administração profissional. controle gerencial. responsabilidade.

## ABSTRACT

Brazil is today one of the main world markets for the investment fund industry, having achieved, in 2014, a R\$ 2.7 trillion net worth distributed in more than 14,000 funds, with 11.5 million investors. Even in the face of these numbers, the meager domestic doctrine still focuses on primary issues without even unanimity of understanding of its legal nature. This paper aims to shed new light on the various relevant issues based on the Securities and Exchange Commission of Brazil (CVM) Instruction 555/2014, in force since October 1, 2015 and which now regulates its charter, management, operation and the disclosure of information. Therefore, the dissertation makes a historical study of the development of the collective investment industry domestically and abroad with particular emphasis on the role of regulation in the development of the national industry. Apart from highly theoretical discussions about its legal nature, the paper proposes to overcome its joint ownership nature and, innovating, defends the corporate nature of investment funds, which is only possible from the recognition of the legislative power assigned to the CVM. And from this recognition, their specific characteristics are studied with special emphasis on the absence of legal personality, the limited scope of its operations and its professional management. The inherent market risk is the object of study based on the stance of our courts as to the nature of the market's assets and investors, reflected on its submission or not to the consumerist status. Again, the study asserts that investment funds are an example - if not the only one - of management control in the Brazilian law addressing the agency costs arising from it. Finally, in the light of the constitutional principle of the social function of the company, the dissertation deals with the issue of the liability of its directors, drawing a parallel between their standards and the legal regime applicable to corporations in general.

**Keywords:** investment funds. regulation. corporate nature. professional management. management control. liability.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>11</b>
<b>2 FUNDOS DE INVESTIMENTO .....</b>	<b>16</b>
<b>2.1 ORIGEM E EVOLUÇÃO.....</b>	<b>16</b>
<b>2.2 OS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL .....</b>	<b>24</b>
<b>2.3 A REGULAÇÃO E O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO BRASILEIRO.....</b>	<b>34</b>
<b>2.4 NATUREZA JURÍDICA.....</b>	<b>45</b>
2.4.1 <i>A natureza condominial e teorias correlatas .....</i>	<i>45</i>
2.4.2 <i>Fundos de investimento: um tipo societário regido por lei especial.....</i>	<i>55</i>
<b>2.5 CARACTERÍSTICAS ESPECÍFICAS.....</b>	<b>66</b>
2.5.1 <i>Os fundos de investimento são sociedades despersonalizadas .....</i>	<i>67</i>
2.5.2 <i>O âmbito de atuação restrito dos fundos de investimento .....</i>	<i>70</i>
2.5.3 <i>A administração profissional.....</i>	<i>74</i>
2.5.4 <i>A necessidade de um distribuidor das cotas. ....</i>	<i>76</i>
<b>2.6 CLASSES .....</b>	<b>77</b>
2.6.1 <i>Renda Fixa.....</i>	<i>78</i>
2.6.2 <i>Ações.....</i>	<i>79</i>
2.6.3 <i>Multimercados .....</i>	<i>82</i>
2.6.4 <i>Cambial.....</i>	<i>84</i>
<b>2.7 UMA OUTRA CLASSIFICAÇÃO: FUNDOS DESTINADOS AOS INVESTIDORES EM GERAL E RESTRITOS A INVESTIDORES ESPECÍFICOS.....</b>	<b>85</b>
<b>2.8 AS CLASSES DE FUNDOS, O RISCO E O POSICIONAMENTO DE NOSSOS TRIBUNAIS.....</b>	<b>86</b>
<b>2.9 AS FUNÇÕES ADMINISTRATIVAS E SEUS ÓRGÃOS.....</b>	<b>93</b>
<b>2.10 FUNDOS DE INVESTIMENTO: UM TIPO SOCIETÁRIO DE CONTROLE GERENCIAL.....</b>	<b>96</b>
<b>2.11 O CONTROLE GERENCIAL E OS CONFLITOS DE AGÊNCIA .....</b>	<b>104</b>
<b>2.12 A FUNÇÃO SOCIAL E A NATUREZA DA RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO.....</b>	<b>111</b>
<b>3 CONCLUSÃO.....</b>	<b>128</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>131</b>

## LISTA DE ABREVIATURAS

ANBID	Associação Nacional dos Bancos de Investimento
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
ANDIMA	Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro
BACEN	Banco Central do Brasil
CADE	Conselho Administrativo de Defesa Econômica
CMN	Conselho Monetário Nacional
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FICFIDC	Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direito Creditórios
FICFIDCNP	Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados
FIDC	Fundos de Investimento em Direito Creditórios
FIDCNP	Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados
FIEE	Fundo de Investimento em Empresas Emergentes
FII	Fundos de Investimento Imobiliário
FINAM	Fundo de Investimentos da Amazônia
FINOR	Fundo de Investimento do Nordeste
FMIAs	Fundos Mútuos de Investimento em Ações
IBEC	Companhia de Empreendimentos e Administração
IBrX	Índice Brasil

ICI	<i>Investment Company Institute</i>
Omnium	Sociedade Civil Genebrina de Emprego de Fundos
PIB	Produto Interno Bruto
SUMOC	Superintendência da Moeda e do Crédito

## 1 INTRODUÇÃO

Desde a colônia, a manutenção da riqueza no Brasil não ocorreu de forma estritamente monetária, predominando, no passado, o estoque em escravos, engenhos, terras, imóveis urbanos ou outros bens de raiz de difícil transformação em moeda. Após a independência, foram as emissões de títulos da dívida pública que passaram a fornecer lastro para as aplicações financeiras. Não houve, ao longo de nossa história, a criação de uma cultura de financiamento da atividade empresarial por intermédio da economia popular.

O desenvolvimento da economia brasileira ficou, portanto, a cargo da atuação estatal e sujeito à ideologia então predominante. Ora mais, ora menos, sempre prevaleceu a centralidade do Estado como agente motor da economia. Seja atuando *no* domínio econômico como produtor (por absorção ou participação), seja atuando *sobre* o domínio econômico como agente normativo (por direção ou indução) (GRAU, 2008, p 90-100), sua participação, em boa medida, acabou por inibir o financiamento privado da economia e o conseqüente desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

Esse fraco desenvolvimento levou o governo brasileiro, ainda no regime militar, a promover mudanças inspiradas no modelo norte-americano, editando uma Lei de Mercado de Capitais (Lei 4.728/65). O movimento especulativo de 1971 demonstrou a necessidade de se estabelecer uma autoridade reguladora nos moldes da *Securities and Exchange Commission* americana e, em 1976, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários (Lei 6.385/76). No mesmo período, foi editada a Lei 6.404/76, que instituiu a “sociedade anônima moderna” com o claro intuito de utilizar diferentes métodos para a captação de capitais.

O ápice desse movimento se deu na década de 1990 com o Programa Nacional de Desestatização que, a par de promover uma menor participação do Estado na atividade econômica, tinha, entre um de seus objetivos, o desenvolvimento do mercado de capitais nacional. O programa levou a um incremento nos mercados entre 1997 e 1998 – período em que o governo recebeu a maior parte dos pagamentos devidos por suas empresas –, mas, passada essa época, o volume de negócios caiu consideravelmente.

E mesmo esses dois bons anos não foram suficientes para alavancar o mercado nacional. No período de 1988 a 1998, assistimos a um atípico processo de fechamento sucessivo de companhias listadas na bolsa, que passaram de um total de 589 para 527 (redução de 10,53%).

O mercado de capitais estava em crise e era necessário criar um ambiente institucional seguro, que atraísse a confiança do investidor. Essa constatação levou a Bolsa de Valores de São Paulo, no final dos anos 1990, a criar novas listagens pautadas em padrões de governança corporativa, no claro intuito de atrair novos investidores. Foram criados três novos segmentos de listagem – Nível 1, Nível 2 e o Novo Mercado. Esses segmentos, segundo observa Érica Gorga (2013, p. 34), não atraíram muitas adesões nos primeiros anos de sua criação, mas tiveram o seu *boom* em 2006 e, no final de 2007, já contavam com 156 companhias listadas. O incremento financeiro no mercado de capitais foi visível.

Porém, uma onda de medo se espalhou pelo mundo quando o mercado de crédito norte-americano declarou que não mais conseguiria arcar com o saldo negativo dos investimentos imobiliários no ano de 2007, em decorrência da elevação da inadimplência e da desvalorização dos imóveis e dos ativos financeiros associados às hipotecas americanas de alto risco (*subprime*). A partir de então, o mundo começou a presenciar a queda das bolsas e desvalorização das ações em todos os continentes a cada novo evento durante a crise mundial, como foi o caso, por exemplo, da falência do banco Lehman Brothers em setembro de 2008.

Os efeitos da crise no mercado de capitais foram imediatos. Antes de ter início o efeito cascata da crise econômica, pode se considerar que o mercado brasileiro estava empolgado e o IBOVESPA ultrapassou os 73.000 pontos em maio de 2008, um número histórico dentro do mercado de capitais brasileiro. A partir deste ponto, começou a se perceber a influência do pessimismo vindo de outras economias. O primeiro indício de que a crise incidiria no otimismo pelo qual o país vinha passando ocorreu no final do primeiro semestre de 2008, quando deu início a retirada de investimentos estrangeiros da BOVESPA; a partir de então o volume de negociações entrou em decadência e, em novembro de 2008, o índice chegou abaixo dos 32.000 pontos.

No ano de 2008, houve uma “abrupta interrupção no processo de abertura de capital e de emissões de ações de companhias brasileiras, tanto no mercado primário quanto no secundário”,

tendo sido registradas, nesse ano, apenas quatro novas aberturas na BMF&Bovespa. (GORGA, 2013, p. 34-35).

O impacto da crise, contudo, não alcançou a indústria de fundos de investimento na mesma proporção. A escassez de crédito limitou a capacidade de investimento – inclusive público –, tornando imperiosa a atuação de outros organismos como agentes fomentadores da atividade econômica.

Capitalizados, muitos desses fundos não só tinham recursos passíveis de serem livremente investidos, como, em alguns casos, eram obrigados a fazê-lo dentro de determinado prazo estabelecido contratualmente.

Libertos do dever constitucional de construção de uma sociedade livre, justa e solidária – afinal, os ganhos financeiros de seus cotistas são o seu objetivo – e cada vez mais influentes no cenário econômico mundial, os fundos de investimento fincam, assim, um novo paradigma na relação Estado x Economia, inaugurando um debate sobre a função social da atividade empresária.

De 2003 a 2010, a indústria nacional de fundos de investimento cresceu em média 20% ao ano, saltando de R\$ 500 bilhões em recursos aplicados para R\$ 1,6 trilhão, o equivalente a 43% do PIB. No final de 2010, eram mais de 9 mil fundos, o que nos colocava entre as seis maiores indústrias do mundo de acordo com o *ranking* do ICI (*Investment Company Institute*). (ANBIMA/FGV, 2011).

O ano de 2011 registrou um crescimento nominal de 16% do patrimônio líquido, terminando com R\$ 1,93 trilhão em ativos (ANBIMA/FGV, 2012), tendência ascendente que se confirmou no ano de 2012, em que 12.769 fundos gerenciavam valores superiores a R\$ 2 trilhões. (ANBIMA/FGV, 2013).

Em 2013, o montante de recursos aplicados era superior a R\$ 2,47 trilhões, distribuídos em 14.097 fundos, colocando-nos na quinta posição entre as maiores indústrias do mundo (ANBIMA/FGV, 2014). Conquanto tenha observado uma significativa redução na captação líquida desde o segundo semestre de 2013, a indústria de fundos, em 2014, alcançou R\$ 2,7 trilhões em patrimônio líquido, distribuídos em mais de 14 mil fundos com 11,5 milhões de cotistas (ANBIMA/FGV, 2015).

É interessante notar, contudo, que esses fundos, ao longo da história, não receberam do Estado um ambiente institucional condizente com esse desenvolvimento. Incertezas jurídicas e a falta de regulamentação efetiva ocorreram no passado e, em certa medida, ocorrem ainda hoje.

Não se pode negar o importante papel que a regulação exerceu – e ainda exerce – no desenvolvimento da indústria nacional de fundos de investimento. Salutares exemplos de normas regulatórias são as resoluções emanadas pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM e os Códigos de Regulação e Melhores Práticas da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA.

Mas também não se pode fechar os olhos para a insuficiência histórica de *standards* legais na regulamentação de temas caros ao instituto. Digno de nota é o fato de que apenas em 2003, por intermédio da Deliberação CVM 461/2003, esta autarquia passou a centralizar a regulação e a supervisão das atividades relacionadas aos fundos de investimentos, vigorando, até então, uma bipartição de competências entre a Comissão e o Banco Central – BACEN e uma pluralidade de normas distintas.

Questões relativas ao controle societário exercido por esses fundos e ao grau de concentração que alguns podem ter em determinados mercados relevantes não foram suficientemente enfrentadas pelas autoridades competentes, em que pese o esforço que a CVM e o CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) vêm empreendendo nessa tentativa.

No que toca mais diretamente aos objetivos aqui pretendidos, a natureza condominial, que acabou por ser legalmente reconhecida (artigo 3º da ICVM 555/2014), não espelha a real natureza jurídica desses fundos e nos leva a uma inusitada constatação: em um ambiente que movimentava significativa parcela do PIB nacional, a doutrina ainda dissente sobre pontos primários do instituto.

Consequência direta dessa incerteza é a insuficiência doutrinária sobre o controle exercido pelos administradores desses fundos e a sua responsabilização por atos praticados em desrespeito à lei ou aos seus respectivos regulamentos. Incipientes são os estudos nesse sentido e aí residem os problemas a serem enfrentados neste trabalho.

A dissertação, portanto, objetiva traçar um paralelo entre o regime jurídico das sociedades anônimas e dos fundos de investimento e, ao final, confirmar ou não a hipótese de que, para fins de controle e de responsabilização, pode sim haver a equiparação entre os seus administradores.

Para tanto, o trabalho começará dissecando a origem dos fundos de investimento no mundo e no Brasil, com destaque para a nossa evolução legislativa sobre o tema e a real natureza jurídica do instituto, não sem uma necessária análise crítica das principais teorias abordadas pela doutrina. Bem fixada a sua natureza jurídica, uma seção será destinada ao estudo de suas características específicas.

Serão objeto do trabalho, também, o papel da regulação no desenvolvimento da indústria nacional de fundos de investimento e as suas mais variadas classes e respectivos riscos, levando-se em consideração, aí, o posicionamento de nossos Tribunais. A sua administração será objeto de uma seção própria que, para tanto, abordará não só a estrutura orgânica desses fundos, bem como as eventuais semelhanças (ou dessemelhanças) com as sociedades em geral. Bem fixado esse papel, as seções seguintes dedicar-se-ão ao estudo do controle exercido pelos administradores, os conflitos dele decorrentes e, por último, os graus e formas de sua responsabilização, quando inevitáveis serão as incursões acerca da responsabilização dos administradores das companhias.

Por fim, no capítulo dedicado à conclusão, serão apresentadas, de forma abrangente, as principais observações e constatações do trabalho.

*Alea jacta est.*

## 2 FUNDOS DE INVESTIMENTO

### 2.1 Origem e evolução

Para Bernard Pajiste (1958, p. 173), duas condições determinaram a formação das sociedades de aplicação, na seguinte ordem: “a cristalização duma riqueza suficiente em um certo país, o acúmulo de importantes capitais em busca de aplicação” e “a criação de uma mentalidade entre os capitalistas, para apreciar as grandes vantagens de tal organismo especializado”.

Para bem fixar a origem histórica dos fundos de investimento e, assim, evitar que se retroaja a institutos que, conquanto próximos,<sup>1</sup> com ele não se confundem, é necessário assentar as características gerais da forma coletiva de investimento.

Oscar Barreto Filho (1956, p. 57-58), apoiado na experiência dos *investment trusts*,<sup>2</sup> enumera-as: (i) “limitação dos riscos, obtida mediante a diversificação dos investimentos”; (ii) “criação de um título dotado de amplo mercado, facilmente negociável”; (iii) “acumulação de importantes reservas pela própria sociedade”; e (iv) “gestão prudente e cautelosa da carteira por dirigentes experimentados”.

---

1 Riccardo Argenziano (1952, p.7), se reportando a Carter, salienta: “Sabbene, secondo alcuni autori, già nella vita econômica dell’antica Grecia, di Roma e dela florida repubblica di Genova si possiamo ritrovare esempi di più persone che affidano parte del loro patrimonio a terzim com l’incarico di gestirli nel migliori dei modi, i più sono concordi nel ritrovare il primo concreto esempio di ‘investment trust’ nella Società Generale de Belgique, fondata nel 1822 da Re Guglielmo d’Olanda”. Ricardo de Santos Freitas (2006, p. 62-63) ressalta a natureza eminentemente histórica da referência, “pois a complexidade da forma organizacional de um fundo tal qual hoje existente seguramente não se fazia presente na Idade Antiga”.

2 A expressão “*investment trusts*” é predominantemente utilizada pela doutrina para se referir ao gênero das estruturas de investimento coletivo. E é nesse sentido que será aqui também utilizada. A partir de ensinamentos doutrinários, Oscar Barreto Filho (1956, p. 54-55) confirma a assertiva: “Assim, Leland Robinson define *investment trusts* como ‘organismo graças ao qual os fundos reunidos de um grande número de capitalistas são utilizados na compra de valores, selecionados por uma forma tão ampla, que a segurança do capital seja alcançada pela grande diversidade de colocações, sem que estas impliquem responsabilidades de predomínio ou de direção’. (...) Para Moulton, o *investment trust* pode ser definido como ‘organismo destinado à compra e venda comum de valores no interesse de um grupo de associados beneficiários. Reúne os fundos necessários para a venda dos próprios valores, os quais podem adotar a forma de ações ou obrigações, e os aplica na compra de valores de outras sociedades ou de Governos nacionais ou estrangeiros’. (...) Ainda Gael Fain dá a definição seguinte de *investment trust*: ‘sociedades que têm por objeto adquirir uma carteira de valores mobiliários, apresentando sérias garantias de segurança, não destinando à compra de cada um destes valores senão um fração mínima do seu capital e reservas e que, depois de terem coberto as suas despesas de gestão, e os seus encargos financeiros (juros bancários e de obrigações), repartem entre seus acionistas a maior parte dos dividendos e juros recebidos por elas, mas que não distribuem, em caso algum, as mais-valias realizadas eventualmente sobre a venda dos títulos da sua carteira”.

À luz dessas características identificadoras, grande parte da doutrina aponta a *Algemeene Nederlandsche Maatschappijiter Begunsting van de Volkslijt* (Sociedade Geral dos Países Baixos para Favorecer a Indústria Nacional), constituída pelo Rei Guilherme de Orange, na Bélgica, em 1822, como o primeiro exemplo de *investment trust* nos moldes atuais. (ARGENZIANO, 1952, p. 7; BARRETO FILHO, 1956, p. 86; PAJISTE, 1958, p. 173-174; FREITAS, 2006, p. 63; CARVALHO, 2012, p. 36). A separação da Bélgica e da Holanda fez com que a sociedade tivesse o nome alterado para *Societè Générale de Belgique* (Sociedade Geral da Bélgica), que perdurou até 2003, “quando então sua única acionista, Suez Lyonnaise des Eaux, fundiu-se com a Tractebel, formando a Suez-Tractebel”. (CARVALHO, 2012, p. 36).

Embora reconhecesse o princípio da separação dos riscos,<sup>3</sup> a análise de seu objeto social, associada ao fato de que as suas atividades não se mantiveram exclusivamente no domínio da aplicação, levam alguns a apontar a *Omnium – sociedade civil genebrina de emprego de fundos*,<sup>4</sup> criada em 1849, como a precursora do instituto. Oscar Barreto Filho (1956, p. 87),<sup>5</sup> no entanto, indica autores que reconhecem a Escócia como o berço dos *investment trusts*, mesmo não apontando a data exata de sua constituição.<sup>6</sup>

Conquanto haja divergência sobre a precisa origem do instituto, dúvidas não há de que os *investment trusts* encontraram ambiente propício para o seu desenvolvimento na Inglaterra da segunda metade do século XIX e nos Estados Unidos pós-Primeira Guerra Mundial. Embora estas sejam consideradas as pátrias dos *investment trusts*,<sup>7</sup> é importante destacar o papel exercido pela França nesse desenvolvimento.

---

3 A afirmação é contestada por FREITAS (2006, p. 63): “Ocorre que a Societè Générale de Pays Bays (o autor dá outra denominação para a Societè Générale de Belgique) era uma estrutura que não reconhecia o princípio da divisão de riscos, propondo-se apenas a facilitar o ingresso dos títulos estrangeiros no mercado nacional, razão pela qual alguns estudiosos entendem não ser legítimo apontá-la como precursora”. Em sentido contrário, BARRETO FILHO (1958, p. 86).

4 PAJISTE (1958, p.174): “Os fundadores dessa sociedade de aplicação eram banqueiros da cidade de Genebra, que se propuseram a fazer aplicações em valores estrangeiros”.

5 BARRETO FILHO (1956, p. 87): “Outros autores, como Leland, Robinson, Rosset e Joubert, indicam a Escócia como berço da instituição, não obstante não fixem como exatidão a data da fundação do primeiro investment trust, entre 1830 e 1860”.

6 Outros, ainda, buscam na Inglaterra a sua origem. (PIMENTA, 2006, p. 31; ROCHA, 2005, p. 23).

7 PAJISTE (1958, p. 176): “Qualifica-se a Inglaterra como a pátria das sociedades de aplicação e com justa razão, porque a segunda metade do século 19 representa um período de verdadeira prosperidade para as companhias inglesas de aplicação. Seu número e seu poder seguem uma curva continuamente ascendente, com exceção do momento da crise de 1890”.

Em 1852, na França, os irmãos Pèreire criaram o *Crédit Mobilier* (Crédito Mobiliário), com o seguinte objeto estatutário:

Subscrever ou adquirir títulos do Estado, ações ou obrigações, nas diferentes empresas industriais ou de crédito, constituídas em sociedades anônimas e, especialmente, nas de estrada de ferro, de canais e de usinas, noutros trabalhos públicos já fundados ou a fundar, [emitindo] por uma soma igual à aplicada nestas subscrições e aquisições, suas próprias obrigações. (PAJISTE, 1958, p. 175).

Era uma sociedade que consagrava, portanto, o princípio da substituição de títulos, a qual, contudo, não obteve autorização de funcionamento do governo francês.

Isso, todavia, não impediu que seu exemplo fosse seguido em outros países. Segundo Bernard Pajiste (1958, p. 175), “a semente já tinha sido lançada. Se ela não conseguiu se fixar na França, os frutos não tardaram a ser colhidos, – sobretudo na Inglaterra – onde, após 1860, numerosas companhias de aplicação indireta surgiram”. Em 1863, foram criadas a *London Financial Association* e a *International Financial Society*, com o escopo de permitir a um grupo de pequenos e médios poupadores o acesso a uma ampla diversificação de investimentos, praticamente impossível de se ter acesso com uma disponibilidade pequena de capital.<sup>8</sup> (ARGENZIANO, 1952, p. 8-9).

No ano seguinte, foi criado o *Foreign and Colonial Investment Trust*, que tinha por objeto “dar ao detentor de um pequeno capital as vantagens que possui o grande capitalista, diminuindo o risco inerente aos aplicadores em título(s) de governos estrangeiros e das colônias, por uma repartição da aplicação entre um grande número de valores diferentes e colocando à parte uma porção de rendas, para reembolsar o capital originário”. (PAJISTE, 1958, p. 176).

A expansão marítima do Império Britânico a partir do século XVI (FREITAS, 2006, p. 65) e o acúmulo de capital dela decorrente (CARVALHO, 2012, p. 38) são fatores que contribuíram para o desenvolvimento da estrutura de investimento coletivo naquele país. O arcabouço jurídico nele desenvolvido, contudo, foi o elemento essencial da vanguarda por ele

---

<sup>8</sup> Ricardo de Santos Freitas (2006, p. 66), contudo, faz a seguinte advertência: “Embora o mercado financeiro e a própria doutrina jurídica se referissem a essas duas estruturas como *investment trusts*, elas eram, no rigor jurídico, *investment companies*”.

experimentada, que acabou por colocar os *investment trusts* como o setor mais dinâmico da economia do Reino Unido. (PAJISTE, 1958, p. 51).

Com efeito, o *Companies Act* de 1862 trouxe uma disciplina jurídica adequada às sociedades anônimas e aos títulos por elas emitidos, abolindo as complexas formalidades previstas pelo *Joint Stock Companies Act* de 1844.<sup>9</sup> O reconhecimento da responsabilidade limitada dos sócios das *Registered Companies* foi essencial para atrair os pequenos investidores para essa nova forma de aplicação coletiva,<sup>10</sup> interessados, também, em uma estrutura de capital relativamente simples.<sup>11</sup>

Parte da doutrina afirma ter sido o *trust*<sup>12</sup> a forma primordialmente adotada como estrutura de investimento coletivo em sua origem.<sup>13</sup> Contudo, filiamo-nos à corrente que reconhece na forma societária a privilegiada nesse período e aponta o uso equivocado do nome “*investment trust*” para se referir também às sociedades.<sup>14</sup> Assim, pode-se afirmar que até 1930 a figura societária predominava sobre a figura do *trust* inglês, quadro que só começa a ser revertido com a constituição do *First British Trust*, o qual por ter uma sociedade de

---

9 BARRETO FILHO (1956, p. 88): “A lei inglesa de 1862 é considerada com razão uma obra prima legislativa, nela se havendo inspirado outros países, a começar pela França, para a elaboração de suas leis de sociedades anônimas. A nova regulamentação aboliu as complexas formalidades previstas pelo *Joint Stock Companies Act* de 1844, exigindo apenas a assinatura, por sete pessoas, de um documento, para a expedição do certificado de incorporação, a par da limitação da responsabilidade dos acionistas às ações subscritas”.

10 BULLOCK (1959, p. 4): “two factors accounted for the advent of British investment trust companies. The *Joint Stock Companies Act* of 1862 and 1867 for the first permitted shareholders to share in the enterprise, with their liability limited to the amount of capital individually subscribed, and specially included companies dealing in general markets securities”.

11 CARVALHO (2012, p. 40): “Os certificados de participação eram emitidos com base nos títulos em custódia (*trust*) ou, se fosse utilizada a forma societária, a sociedade que adquiria os títulos emitia ações ordinárias para os investidores interessados. Em alguns casos, emitiam-se também debêntures, que poderiam ter prazo de duração determinados ou não”.

12 “Em razão desse desenvolvimento, e apesar das várias descrições que a doutrina oferece acerca do instituto (KEETON, 1947, p. 1-4), pode-se dizer que o *trust* é a relação jurídica pela qual um bem ou conjunto de bens é administrado por um titular formal (denominado trustee) em benefício de um terceiro (denominado cestui que trust ou beneficiary) também titular de uma pretensão real sobre o mesmo bem ou conjunto de bens (MALAGUTI, 1999, p. 183), ou mesmo para a consecução de uma determinada finalidade.” (OLCESE, 2015, p. 55).

13 (BARRETO FILHO, 1956, p. 89); (CARVALHO, 2012, p. 40).

14 SIN apud FREITAS (2006, p. 68, nota 58): “The company had triumphed over the trust as a collective investment vehicle – though it was under the misnomer of the ‘investment trust’, a term which is probably to be attributed to the fact that the majority of the investment companies in the period were converted from trusts.”

investimento profissional como constituinte, é considerado um marco no desenvolvimento do instituto no século passado.<sup>15</sup>

Historicamente, os *investment trusts* ingleses são mais estreitamente próximos às caixas econômicas ou às companhias de seguro do que aos negócios de controle, financiamento, operação ou de pura especulação (ROBINSON, apud BARRETO FILHO, 1956, p. 89, nota 8-a). Eles aplicavam em seus estatutos o princípio da acumulação de reservas, destinadas ao pagamento de dividendos aos beneficiários do *trust* que, aliás, eram extremamente modestos.

Em troca dessa baixa rentabilidade, esses fundos gozavam de uma estabilidade fora do comum, evitando operações de especulação sobre títulos. E era grande a diversificação do risco: não mais do que 20% de suas disponibilidades eram aplicadas em um mesmo país e apenas 10% do capital eram aplicados em uma mesma emissão.<sup>16</sup>

Outras características marcantes mencionadas pela doutrina são a sua independência do setor bancário, a não publicação de suas participações, o agrupamento em sindicatos, a constância na adoção da mesma forma jurídica e a reiterada observância de normas consuetudinárias.<sup>17</sup>

Mesmo com a adoção desses princípios conservadores, os investimentos ingleses não estavam imunes a crises. A tentação de se sair do terreno seguro de suas operações e de se lançar no domínio da especulação sobre títulos – mais rentáveis – quase leva à falência o tradicional Banco Baring (1890), gerando uma crise de confiança no mercado e o aumento da aversão ao risco por parte dos investidores.<sup>18</sup>

O processo de recuperação esbarrou na Primeira Guerra Mundial que, a par da sensação de insegurança e incerteza dela decorrentes, levou a uma crise de liquidez sem precedentes que

---

15 Ainda SIN apud FREITAS (2006, p. 68, nota 60): “In terms of legal analysis, this was a departure from the investment trusts on the last century. It was the first time that the trust was established through a contract between a professional manager and a trustee. (...) Further, this new form of unit trust contemplated possibility that the holder of one unit could exchange it for its underlying assets. (...)”

16 Mário Tavernard Martins de Carvalho chama a atenção para a existência de exemplos com forte especialização: “Outrossim, em alguns casos, notou-se uma especialização consoante o foco do investimento, que foi muito importante para o desenvolvimento de vários setores e viabilização de diversos empreendimentos.” Entre outros, o autor cita os seguintes exemplos: Submarines Cables Trust, Anglo-American Railroad Mortgage Trust, Globe Telegraph and Trust.

17 Para uma detida análise dessas características: (PAJISTE 1958, p. 177); (CARVALHO, 2012, p. 41).

18 Para maiores detalhes da crise Baring: (CARVALHO, 2012, p. 41-42).

afetou a poupança europeia como um todo. Além dela, a Crise de 1929 e a Segunda Guerra Mundial foram momentos de turbulência que afetaram o desenvolvimento das atividades de investimento coletivo na Inglaterra.

Esses momentos de reversão, contudo, não impediram o desenvolvimento desse mecanismo de investimento que passou, então, a revalorizar a figura do típico *trust* anglo-saxão, culminando com a edição, em 1986, da *Financial Services Act*,<sup>19</sup> posteriormente revogada pela *Financial Services and Markets Act*, de 2000, que, de forma expressa, passou a admitir o *trust* e a sociedade de investimento aberta como espécies de entidades de financiamento coletivo. (CARVALHO, 2012, p. 42-44); (FREITAS, 2006, p. 68-70). E é inegável a influência norte-americana no processo de recuperação inglês.

Os Estados Unidos são o país onde os fundos de investimento mais se desenvolveram. A sua origem remonta a 1823, com a criação do *Massachusetts Hospital Life Insurance Company*,<sup>20</sup> o qual tinha acordos com seus clientes que se assemelhavam muito ao *trust* britânico.<sup>21</sup> (FREITAS, 2006, p. 70).

O ocaso que a Primeira Guerra Mundial ocasionou ao mercado inglês de investimento coletivo foi o fator preponderante no desenvolvimento norte-americano: com um ritmo lento de desenvolvimento até 1921, quando existiam apenas 40 *investment trusts*,<sup>22</sup> o mercado norte-

---

19 O *Financial Services Act* pretendeu regular as formas de investimento individual e coletivo, “tendo como pano de fundo um mercado altamente competitivo, desregulamentado, com avanços tecnológicos sensíveis e um mercado financeiro globalizado”. (FREITAS, 2006, p. 69).

20 “La *Massachusetts Hospital Life Insurance Co.* svolgente dapprima un’attività assicurativa, gradatamente assume molte delle caratteristiche di un ‘investment trust’, favorite in ciò da una particolare condizione legislative esistente nello stato di Massachusetts. Secondo il Douglas Report (pag. 42), che há studiato le origini, gli scopi e la politica di gestioni degli ‘investment trust’ in America ‘this company accepted deposits in amounts in excess of \$ 500 and agreed to pay rate of return thereon identical with that derived by it from the investment of its own funds, less a management fee of 0,5% annually. The company agreed to repay the deposit, less any sumus lost by bad debts or otherwise, at a specified future time, commonly at the death of depositor.” ARGENZIANO (1952, p. 15, nota 16).

21 Para outros autores, contudo, o primeiro exemplo seria o *New York Stock Trust*, de 1889: “O primeiro organismo americano desse tipo foi o *New York Trust*, fundado em 1889. No entanto, só em 1921, com a criação do *International Securities Trust of America*, surgiu um verdadeiro *trust* com o único objetivo de gerir uma carteira de valores mobiliários, afastado de toda ideia de especulação ou de controle da produção”. (BARRETO FILHO, 1956, p. 91).

22 “Cumpre, aliás, observar que, na América do Norte, a expressão *investment trust* ou *investment company* tem um sentido mais amplo, compreendendo não só as sociedades exclusivamente dedicadas à colocação de capitais em valores mobiliários e sua gestão, do tipo clássico inglês, como as que se consagram a operações de financiamento”. (BARRERO FILHO, 1956, p. 91).

americano passou a experimentar uma vertiginosa expansão, chegando, em 1929, a um total de 760.<sup>23</sup>

Mas, também lá, a tentação de se levar por outros negócios, além da aplicação propriamente dita, culminou na primeira grande crise desse mercado, alavancada pelo *crash* da bolsa de Nova York de 1929. Para se ter uma ideia de suas consequências, revertendo aquele quadro de ascensão, o mercado chegou a 1936 com apenas 120 fundos em operação.

Iniciou-se, então, um processo de intensa atividade legiferante, que culminou com a edição do *Securities Act* (1933), do *Securities Exchange Act* (1934), do *Public Utility Holding Company Act* (1936) e, por fim, do *Investment Company Act* (1940), ainda em vigor, com algumas alterações. Este último diploma é tido pela doutrina como um marco na história dos fundos de investimento norte-americanos, tendo restabelecido a confiança dos investidores e impulsionado o desenvolvimento daquele mercado.<sup>24</sup>

E mais, o *Investment Company Act* lançou as linhas-mestras daquilo que se tornariam os objetivos primordiais a serem alcançados pelos fundos de investimento até os dias de hoje: (i) administração honesta, independente e imparcial; (ii) participação mais ativa de seus acionistas na administração; (iii) estruturas de capital exequíveis e adequadas; (iv) ampla publicidade de seus ativos contábeis e financeiros; (v) regulação e (vi) penalidades para os infratores de seus estatutos. (ASHTON, 1963, p. 160; CARVALHO, 2012, p. 47-48).

Conquanto sua inspiração tenham sido os *investment trusts* ingleses, o modelo norte-americano desenvolveu novos princípios e técnicas que levaram a profundas diferenças entre os dois países, quer nos métodos aplicados, quer nos objetivos visados. (BARRETO FILHO, 1956, p. 99).

Com efeito, de maneira diversa do que se passou na Inglaterra, os fundos nos Estados Unidos são tão estreitamente vinculados aos bancos e aos financistas que chegam, até mesmo, a adotar nomes similares a fim de obter credibilidade e prestígio. Há, neles, forte especialização e a distribuição de lucros se sobrepõe à capitalização inglesa.

---

23 Sobre os efeitos da Primeira Guerra Mundial no mercado norte-americano, vide PAJISTE (1958, p. 182).

24 “The Investment Company Act of 1940 was indeed a milestone in the history of investment companies in the United States. It cleared the atmosphere; it codified the rules of the game. Public confidence began to return”. (BULLOCK, 1959, p. 97, nota 21).

Esses princípios, associados à diversidade de legislações estaduais, levaram a uma gama tão variada de tipos de investimentos, de modo a inexistir naquele mercado uma forma particular de sociedade perfeitamente individualizada. Lá, “pode o *investment trust* revestir várias formas jurídicas, como a de *corporation* (que corresponde à nossa sociedade anônima), a de *joint stock company*, ou ainda, a de *Massachusetts trust* (ambas sem correspondência exata em nosso direito)”. (BARRETO FILHO, 1956, p. 97).

A doutrina apresenta algumas classificações desses fundos que acabaram por influenciar a estrutura do mercado em todo o mundo. Quanto à maior ou menor amplitude dos poderes de administração, os fundos norte-americanos constituíram-se em três tipos principais: (BARRETO FILHO, 1956, p. 93).

O tipo discricionário ou de gestão livre (*general management*), que é o tipo clássico britânico, em que os estatutos delegam aos administradores ampla liberdade para a compra e venda de ativos, tendo como único critério a sua prudência;

O tipo rígido (*fixed trust*), em que os critérios de investimento são detidamente detalhados no ato de sua constituição, admitindo alterações apenas nas excepcionais hipóteses elencadas no estatuto; e

O tipo semifixo ou de gestão limitada (*limited management*), tido por muitos como o ideal, em que os ativos são escolhidos a partir de critérios pré-fixados no estatuto, mas com alguma margem de discricionariedade conferida aos administradores.

O próprio *Investment Company Act* estabeleceu uma classificação desses fundos em três categorias distintas:

*Face amount certificate companies*: desenvolvem sua atividade mediante a emissão de certificados de participação – definidos, por sua vez, no item (15) da Seção 2 da mesma Lei – que, essencialmente, garantem o pagamento a seu titular de uma determinada soma de dinheiro em uma data fixa;

*Unit investment trust*: são estruturas organizadas sob a forma de um *common law trust*, que carecem de um órgão de administração e emitem unidades reembolsáveis (*units*), desprovidas de direito de voto, cada uma das quais representa uma cota indivisa de patrimônio fiduciário detido por um *trustee*;

*Management companies*: esta é a categoria principal e residual das estruturas de investimento, posto que compreende qualquer outra forma distinta das precedentes. (FREITAS, 2006, p. 73).

Por fim, e ainda de acordo com o mesmo *Investment Company Act*, as *management companies* são divididas em duas formas, adotadas em todos os países com algum grau de desenvolvimento nesse mercado:

Quanto à concentração da carteira de investimentos: neste caso, são divididas em companhias diversificadas (*diversified companies*) ou companhias não diversificadas (*non-diversified companies*). As companhias diversificadas são aquelas que possuem 75% (setenta e cinco por cento) do seu patrimônio investidos em ativos financeiros, inclusive créditos, títulos públicos, títulos de outras sociedades de investimento ou em outros valores mobiliários, sem que as aplicações em títulos de um mesmo emissor representem mais de 5% (cinco por cento) do patrimônio da companhia, tampouco mais de 10% (dez por cento) dos títulos votantes daquele mesmo emissor. Já as companhias não diversificadas são aquelas que não preenchem os requisitos anteriormente expostos.

– Quanto à possibilidade de aquisição das ações ou resgates destas pela companhia, são divididas em companhias abertas (*open-end companies*), que são aquelas que emitem ações resgatáveis, e companhias fechadas (*close-end companies*), sendo que estas não oferecem ações resgatáveis. (CARVALHO, 2012, p. 49).<sup>25</sup>

## 2.2 Os fundos de investimento no Brasil

O mercado de investimentos coletivos no Brasil, em sua origem, encontrou óbices em aspectos socioculturais.

Com efeito, as companhias de investimento pressupõem certas situações de fato sem as quais seria inimaginável um desenvolvimento sustentável. São elas: (i) a existência de um mercado de títulos já bastante desenvolvido; (ii) uma larga economia popular, resultado de um elevado desenvolvimento econômico da população, interessada em alcançar uma segunda fonte de renda e (iii) compreensão pública das vantagens que o investimento coletivo pode oferecer. (ASHTON, 1963, p. 29).

---

25 Pela forte influência inglesa e norte-americana no desenvolvimento do mercado mundial dos fundos de investimento, e atentando para os objetivos propostos neste trabalho, limitaremos nessa passagem a discorrer sobre o desenvolvimento do mercado nesses dois países. Para um estudo sobre o desenvolvimento em outros países: (PAJISTE, 1958; BARRETO FILHO, 1956; e FREITAS, 2006).

À luz desses pressupostos, Peter Ashton afirmou, ainda em 1963:

O Brasil, durante muitos anos, tem sido um país com pouca indústria, predominantemente agrário, e, em grande escala, dependente de sua produtividade em um ou outro produto agrícola. Mesmo hoje em dia, ainda que sua indústria expanda rapidamente, deve ainda ser considerado uma nação que depende de sua capacidade em plantar e exportar café. O padrão geral de vida ainda não é suficientemente alto para poder gerar uma demanda satisfatória de comércio em títulos em larga escala. A inflação continuamente reduz o poder aquisitivo da população; e os investimentos pesados em imóveis, como proteção contra a desvalorização da moeda nacional, continuam não somente na ordem do dia, mas tem alcançado um ritmo quase frenético. (...). Além disso, sentiram os brasileiros, por muitos anos, uma aversão à forma corporativa de comerciar, que não apenas diminuiu a receptividade do público, mas entravou seriamente o aparecimento e o crescimento do mercado de capitais no Brasil. (ASHTON, 1963, p. 30).

Apontar qual teria sido o primeiro organismo de investimento coletivo brasileiro não é uma tarefa fácil. A par da parca informação oficial a respeito,<sup>26</sup> parte da doutrina confunde o surgimento das formas embrionárias de investimento – sociedades de investimento e sociedades em conta de participação – com o surgimento dos fundos em si:

Devemos compreender que o fundo de investimento, enquanto figura típica regulada em lei, nasceu a partir da figura da sociedade de investimentos e da sociedade em conta de participação. Com isso, queremos dizer que a ideia de agrupar recursos para a finalidade pura de investimentos, encontra na sociedade sua primeira modalidade organizacional. (...). Essa realidade histórica não tem sido perfeitamente retratada pela doutrina, resultando em desencontro de informações quanto ao surgimento dos fundos no Brasil. (FREITAS, 2006, p. 79).

Essa dificuldade repousa, em parte, no fato de que os fundos de investimento no Brasil, mesmo em sua origem, nunca adotaram a forma típica dos *investment trusts* ingleses ou norte-americanos, inexistindo, aqui, a unidade característica desses institutos. É de se dizer, no Brasil, desde o início, houve uma nítida separação entre a entidade “administradora” – sociedade de

---

26 Em estudo pioneiro sobre o tema, Peter Ashton (1963, p. 31, nota 3) fez a seguinte observação: “Devido à impossibilidade de obter dados e informações estatísticas de fontes oficiais do governo, o autor não pôde fixar com exatidão o surgimento da primeira companhia de investimentos no Brasil, e foi forçado a analisar somente uma companhia, a Companhia de Empreendimentos e Administração IBEC, administradora do ‘Fundo Crescinco’, que atualmente é de certo o maior e mais importante fundo de investimentos do Brasil.”

investimento ou sociedade em conta de participação – e aquela “administrada”, que seria o fundo em si.<sup>27</sup>

Mesmo diante dessas dificuldades, a doutrina aponta a década de 1940 como aquela em que surgiram os primeiros fundos de investimento brasileiros, mesmo à mingua de qualquer instrumento formal regulamentador. Eram, no entanto, companhias eminentemente familiares, rarefeitas e fechadas ao público em geral. (ALONSO, 1971, p. 65).

O primeiro instrumento normativo a tratar do tema foi o Decreto-Lei 7.583/45, que fazia curtas referências às companhias de investimento, em conjunto com as companhias de crédito e financiamento, sem, contudo, defini-las. A regulamentação de sua constituição e de seu funcionamento foi delegada ao Ministério da Fazenda que, em junho de 1945, editou a Portaria 88, a qual, conquanto também não as definissem, trouxe normas mais claras sobre o tema. Com a edição do Decreto-Lei 8.495/45, a supervisão e o controle ficaram a cargo da Superintendência da Moeda e do Crédito – SUMOC.

Em agosto de 1946, foi editado o Decreto-Lei 9.603, permitindo às pessoas naturais ou jurídicas, cujas atividades o justificassem e sempre a critério da SUMOC, a organização de seções de financiamento sob a égide do Decreto-Lei 7.583/45.

A delegação de competência para que a União, privativamente, fiscalizasse as operações de estabelecimento de crédito, capitalização e de seguro só veio com a promulgação da Constituição de 1946, que a ela atribuiu, também, competência para legislar sobre direito financeiro e instituições de crédito. Conquanto tenha despertado no mercado a sensação de que a matéria, enfim, seria devidamente regulamentada, a União ficou inerte por longos treze anos.<sup>28</sup>

Nesse período, são criados no Brasil, ainda sob a forma de sociedades de investimento ou de sociedade em conta de participação, a sociedade Valéria S.A., do tipo fechado (*closed-end*), incorporada pela Deltec S.A. – Investimentos e Administrações em 1952, e o Fundo Brasil de

---

27 “Na sua maioria, os fundos se organizaram como ‘sociedades em conta de participação, segundo o tipo legal previsto nos arts. 325 e 328 do Código Comercial Brasileiro, à falta de qualquer outro instituto jurídico adequado à natureza do seu objetivo, salvo o condomínio”. (REQUIÃO, 1980, p. 288).

28 “Reclamava-se em todo o País e se aguardava que o Presidente da República, no uso do seu poder de iniciativa, atribuído pelo texto constitucional, encaminhasse à Câmara dos Deputados projeto de lei regulando as sociedades de crédito, de financiamento e de investimento, cuja necessidade era evidente, para garantia das relações delas com seus mutuários”. (FERREIRA apud ASHTON, 1963, p. 15).

Participação e Valores, do tipo aberto (*open-end*), constituído em 1954 sob a forma de sociedade em conta de participação.<sup>29</sup>

Oscar Barreto Filho buscou traçar um paralelo entre essas formas embrionárias e as formas já consagradas no exterior:

No estado atual de nossa legislação, em relação às empresas do tipo fechado, a que correspondem os *investment trusts* registrados nos Estados Unidos como *corporations*, e as sociedades francesas, a forma jurídica a ser necessariamente adotada é a de sociedade anônima, autorizada a funcionar como sociedade de investimento.

Para os organismos de tipo aberto, estabelecidos nos moldes do instituto jurídico do *trust* inglês, a forma melhor adequada é a da sociedade em conta de participação, com a condição, porém, de que o sócio gerente seja, obrigatoriamente, uma sociedade autorizada a funcionar como sociedade de investimentos. O fundo de participação poderá, contratualmente, ser constituído segundo o tipo rígido (*unit series*) ou de gestão livres (*mutual funds*). (BARRETO FILHO, 1956, p. 225).

Mas a criação de uma estrutura de investimento coletivo, com características que se assemelham às que hoje são adotadas no país, só ocorreu em 1957, com a inauguração do Fundo de Investimento Crescinco. Idealizado por uma companhia financeira americana, a *International Basic Economy Corporation*, e apoiada por influentes bancos brasileiros e investidores particulares, o fundo foi constituído em “regime de condomínio aberto”, com estruturas muito próximas às das companhias de investimento americanas do tipo aberto. Sua administração foi confiada à Companhia de Empreendimentos e Administração IBEC, uma subsidiária brasileira da *International Basic Economy Corporation*.

O fundo Crescinco é um marco na estrutura de investimento coletivo no país. Constituído sob a forma de condomínio, por meio de escritura pública devidamente registrada, ele rompe um padrão de comportamento no uso das formas negociais, procurando superar os inconvenientes

---

29 “O mesmo autor (Pajiste) proporciona um dado objetivo sobre as companhias de investimento existentes. Diz que em 1953 havia no país 54 companhias de investimento das quais apenas 23 tinham autorização da ‘Superintendência da Moeda e do Crédito’ SUMOC que foi o organismo superior de crédito até a criação do Conselho Monetário Nacional. Essas 23 ou 54 companhias podem ser consideradas como as precursoras dos fundos de investimentos, que são os genuínos negócios de investimentos, sob o ponto de vista da abertura dos capitais das empresas ao grande público, inversor”. (ALONSO, 1971, p. 65).

que as sociedades de investimento e as sociedades em conta de participação impunham aos novos aportes de capitais.<sup>30</sup>

O fundo não fixava limites a esses novos aportes, que eram aplicados de acordo com o juízo de conveniência do administrador, em títulos como: “ações, títulos de crédito ou participação emitidos por sociedades de intuitos econômicos, de qualquer natureza, nacionais ou estrangeiras, apólices, letras ou obrigações e demais títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, operações de crédito e financiamentos autorizados pela legislação reguladora das sociedades de investimento”. (ASHTON, 1963, p. 42-43).

Aliás, uma característica que aproximava esses primeiros fundos de investimento no Brasil era o fato de privilegiarem o mercado de ações. Entretanto, nos primeiros sinais de queda no valor dos papéis negociados na Bolsa de Valores, muitos investidores migravam para a caderneta de poupança e, posteriormente, para os fundos de investimento em renda fixa. (ROCHA, 2005, p. 29).

No que diz respeito à propriedade, o fundo Crescinco trouxe uma importante inovação na relação investidor x fundo. De maneira diversa do que se passava com as formas societárias até então adotadas, ao realizar o aporte de recursos, o investidor recebia um “certificado de investimento”, representativo de frações ideais do acervo total do fundo. Porém, a ele eram vedados o direito de voto e a participação direta em sua política de investimento que, como visto, ficava sujeita ao juízo de conveniência do administrador.

Mesmo ainda inerte quanto à regulamentação do instituto em si, o dinamismo da economia impôs ao legislador a necessidade de regulamentar os seus aspectos tributários, o que se deu com a edição da Lei 3.470/58. Segundo ela, os fundos de investimento constituídos sob a forma de condomínio, desde que atendidos alguns requisitos, não seriam considerados pessoas jurídicas para fins do Imposto de Renda.

---

30 A sua estrutura condominial não estava imune a críticas. “As incompatibilidades de diversas disposições contidas no regulamento do Fundo Crescinco com as normas da lei condominial, motivaram a elaboração de tese de mestrado defendida na Universidade de Miami em 1958, por Peter Walter Ashton, dedicada precipuamente a demonstrar referidas incompatibilidades e a propugnar pela incorporação de conceitos do Investment Company Act de 1940 americano às leis brasileiras”. (FREITAS, 2006, p. 86). São observações do próprio Ashton: “Pode, pois, concluir-se, que, embora os fundos de investimento brasileiros, do tipo capital aberto em regime de condomínio devessem seguir e orientar-se pelas disposições do instituto do condomínio, regulado pelo Código Civil Brasileiro, tal não ocorre. Não são os fundos em condomínio aberto, aqui no Brasil, verdadeiros condomínios, apenas representam eles no máximo a ‘expectativa de um condomínio por ocasião da liquidação do fundo’”. (ASHTON, 1963, p. 63).

Em 1959, enfim, a União editou a Portaria 309, do Ministério da Fazenda que, mesmo evitada de sérios vícios de inconstitucionalidade,<sup>31</sup> permitiu às Companhias de Crédito e Financiamento a constituição de fundos em condomínio.

A regulamentação por meio de lei formal só se deu com a edição da Lei 4.728/65, ainda em vigor, que submetia à autorização e fiscalização do Banco Central todas as sociedades de investimento que administrassem fundos em condomínio. A lei, todavia, deixou clara a intenção do legislador de restaurar a figura societária como o meio de realização de investimento coletivo. Para tanto, criou a sociedade anônima de capital autorizado (dirimindo, assim, o inconveniente do aporte de capital), isentando de encargos fiscais a transformação dos fundos em condomínio em sociedades anônimas de capital autorizado.

Félix Ruiz Alonso assim definiu a importância da inovação legislativa:

Se o capital variável, permitindo à sociedade resgatar as próprias ações livremente, se tivesse implantado mais cedo entre nós, talvez não se tivesse aberto passo, tão facilmente, os condomínios mobiliários. Um dos grandes obstáculos, sem dúvida, à dinâmica dos negócios de investimentos se encontrava precisamente na rigidez do capital das nossas sociedades anônimas, aliado à impossibilidade de recompra das próprias ações. (ALONSO, 1971, p. 66, nota 11).

As sociedades de capital autorizado, mesmo com a nova regulamentação, tinham dois óbices que acabavam por dificultar o pleno desenvolvimento dos investimentos coletivos sob essa forma: um teto máximo de capital, acima do qual não poderiam haver novos aportes – salvo expressa autorização assemblear –, e um limite mínimo de capital subscrito, abaixo do qual não poderia descer.

Porém, preocupações com a higidez de instituições financeiras fizeram com que o Banco Central editasse, em 1968, a Resolução 103, vedando “às sociedades de crédito, financiamento e às de tipo misto, a constituição, administração ou gerência de fundos mútuos de financiamento” e, ainda, “a colocação de novas cotas de fundos que funcionem sob o regime de sociedade em

---

31 Inconstitucionalidade porque a Constituição de 1946 exigia, para essa regulamentação, lei formal: “(...) se o propósito foi justificável, o meio empregado foi inidôneo, antes adúltero, em razão da inconstitucionalidade manifesta das instruções baixadas, como se deixou largamente demonstrado em artigo publicado em O Estado de São Paulo, de 6 de novembro de 1959”. (FERREIRA apud ASHTON, 1963, p. 16).

conta de participação, condomínio ou quaisquer outras formas, assim entendido, para os efeitos deste item, uma comunhão de recursos destinados à aplicação em operações de crédito, com base em papéis comerciais”.<sup>32</sup>

O inconformismo em relação à medida foi bem retratado por Rubens Requião:

Quando o Banco Central do Brasil determinou a extinção dos fundos de financiamento, mantidos pelas sociedades de investimento ou financeiras, pela Resolução n. 103, de 1968, as Associações de Empresas de Crédito, Financiamento e Investimento dirigiram memorial ao Governo em que estudavam a natureza jurídica e função econômica desses fundos, como valiosos meios da poupança particular para aplicar em financiamento de empresas privadas. (REQUIÃO, 1980, p. 218).

As insatisfações surtiram efeito. O Governo Federal, ciente da importância do binômio poupança/investimento para o desenvolvimento nacional,<sup>33</sup> fez editar, por intermédio do Banco Central, a Resolução 145/70, criando o Fundo Mútuo de Investimento, com estrutura jurídica condominial, semelhante àquela até hoje adotada no Brasil:

A Resolução n. 145/70 atendia aos anseios dos investidores e dos administradores, que poderiam seguir com seus objetivos de investimento, e, por outro lado, apaziguava também os receios do Banco Central mencionados anteriormente. Reconhecia-se o fundo como uma estrutura condominial, que deveria ter seus atos constitutivos inscritos no registro competente e inscrição própria no cadastro de contribuintes da Receita Federal, constituindo, no entendimento do legislador, propriedade dos cotistas e não do administrador. (FREITAS, 2006, p. 82).

Com a edição da Lei 6.385/76, que criou a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, o mercado dos fundos de investimento passou a ser regulado por dois órgãos distintos: o Banco Central e a própria CVM. A esta estavam sujeitos apenas os fundos de investimento em valores

---

32 “É muito importante atentar que o que se extinguiu naquele momento foi a figura do fundo enquanto aporte de recursos em uma sociedade de financiamento ou em uma conta de participação, ou, como referiu Rubens Requião, dos ‘fundos de financiamento mantidos pelas sociedades de investimento ou financeiras’”. (FREITAS, 2006, p. 81-82).

33 Foi por intermédio desses fundos que o Governo Federal pôs em prática importantes políticas de desenvolvimento regional, tais como o Fundo de Investimento do Nordeste – FINOR e o Fundo de Investimentos da Amazônia – FINAM que, visando a aprimorar as economias dessas regiões, concediam uma série de benefícios fiscais para as empresas que nelas se instalassem.

mobiliários (na prática, os fundos de ações – FIA), estando a sua maioria ainda submetida à regulação do Banco Central, que tinha competência residual.

Os inconvenientes dessa dupla regulação foram objeto da preocupação de Ricardo de Santos Freitas:

Banco Central e CVM, nos diversos tipos de fundos de investimento que instituíram ao longo dos anos, sempre trataram de forma nitidamente distinta regras elementares como constituição e registro dos fundos, emissão e resgate de cotas, diversificação de risco e alavancagem da carteira, vedações legais, publicidade de informações, elaboração de demonstrações financeiras e auditoria e, inclusive, obrigações do administrador. (FREITAS, 2006, p. 94).

Fato é que a indústria de fundos de investimento no Brasil experimentou uma evolução contínua nas décadas de 1970 e 1980, mas o verdadeiro salto se deu na década de 1990, com o advento do Plano Real, quando a estabilização da moeda e a queda da inflação proporcionaram um aumento da poupança popular e da capacidade de investimento nacional. Afinal, com a redução das taxas de juros, passou a ser mais atraente a diversificação das aplicações do que manter as reservas na já não tão atraente caderneta de poupança.

A doutrina aponta, ainda, dois outros fatores que foram determinantes para esse desenvolvimento: a autorização para a constituição de fundos de investimento em *commodities* (Resolução BACEN 1.912/92) e a abertura para que investidores institucionais estrangeiros pudessem adquirir cotas desses fundos. (CARVALHO, 2012, p. 64-65).

Esse foi um período de farta atividade regulatória. À guisa de exemplo, podem aqui ser lembradas a Instrução CVM 215/94, que regulamentou os Fundos Mútuos de Investimento em Ações – FMIA, os Fundos Mútuos de Ações – Carteira Livre e os Fundos Mútuos de Investimento em Cotas de Fundos Mútuos de Investimento em Ações, e as Instruções CVM 302 e 305, ambas de 1999, regulamentadoras dos Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários e dos Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários; do Banco Central, a Circular BACEN 1.903/91, que regulamentou os Fundos de Aplicação Financeira e os Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Aplicação Financeira.

A Lei 10.303/2001, afirmando ser a existência de oferta pública de títulos de participação ou de dívida o fator determinante para a classificação de um título ou contrato como valor mobiliário, trouxe uma importante alteração que acabou por otimizar o mercado de fundos de investimento brasileiro: unificou na CVM a competência para a sua regulação.

Com o novo regime, todas as cotas de fundo de investimento ofertadas ao público, independentemente do ativo predominante, passaram a ser valores mobiliários, sujeitos à regulamentação da CVM que, dotada de independência normativa, passou a ser a única entidade com poder de editar normas sobre valores mobiliários.

Em 2002, foi, então, celebrado um convênio entre o Banco Central e a CVM visando a essa unificação, que culminou com a edição da Instrução CVM 409/2004, fixando uma data a partir da qual seriam inaplicáveis todas as normas emanadas do Banco Central.<sup>34</sup>

Essa nova Instrução, mais abrangente, eliminou conceitos e estipulou novas classificações e modalidades, denominadas “classes”. Em linhas gerais, estabeleceu a estrutura básica desses fundos, centrada nos seguintes pilares:

- Os administradores dos fundos podem ser apenas ‘as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteira, nos termos do art. 23 da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976’;
- Na denominação do fundo, deve-se indicar, além da expressão ‘Fundo de Investimento’, a referência à classe do fundo, sendo proibidas expressões que induzam à interpretação incorreta quanto a seus objetivos e permitidas menções sobre o eventual tratamento tributários específico do fundo;
- É facultada a criação de fundos abertos e fechados;
- As regras do fundo devem ser previstas em seu regulamento, que deve ser divulgada ao público por meio de prospecto;
- As cotas são representativas de frações ideais do patrimônio do fundo, sendo escriturais e nominativas.<sup>35</sup> (PIMENTA, 2006, p. 62).

---

34 “Essa nova espécie de fundo passou a englobar os antigos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários e os fundos de investimento em contas de fundos de investimento em títulos e valores mobiliários, anteriormente regulados pela Instrução CVM n. 302/99, os fundos de investimento financeiro e os fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento, anteriormente regulados pela Circular n. 2616/95, e, por fim, os fundos de investimento no exterior, antigamente regulados pela Circular n. 2714/96.” (FREITAS, 2006, p. 95, nota 94).

35 O autor apresenta a sua monografia unicamente sobre a Instrução CVM 409/2004, sendo uma fonte interessante para aqueles que pretendem se aprofundar no tema.

A Instrução, conquanto tenha se transformado no principal instrumento normativo sobre o tema, restringia o seu âmbito de incidência aos Fundos de Investimento e aos Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento (art. 1º). Por expressa determinação normativa (artigo 1º, parágrafo único), ela excluiu de sua disciplina uma série de fundos regidos por regulamentação própria.<sup>36</sup> Os princípios gerais sobre os fundos, contudo, não destoavam de uma norma para outra, as quais apenas focavam as especificidades de cada um desses produtos.

Após um processo de ampla discussão, inclusive com realização de audiência pública, a CVM, em 17/12/2014, editou duas novas Instruções, a 554 e a 555, que reformularam a base normativa dos fundos de investimento no Brasil. Essas novas normas, resultado de um processo natural de evolução do mercado de valores mobiliários e com forte influência da experiência internacional, trouxeram importantes avanços quanto à eficiência e à competitividade do mercado nacional.

A Instrução 555/2014 revogou expressamente a Instrução 409/2004, passando a regulamentar todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, respeitadas as disposições das normas específicas aplicáveis. Para aqueles fundos que já estavam em funcionamento quando da sua publicação, foi dado o prazo até 30 de junho de 2016 para que se adaptem às suas normas.

A nova norma buscou racionalizar o volume e a forma de divulgação das informações sobre os fundos, incluindo aí dados mais detalhados sobre os seus prestadores de serviços; alterou os limites de concentração existentes para os investimentos em ativos no exterior, além de reforçar as regras de custódia de tais ativos; regulamentou, de maneira mais detalhada, a diferenciação entre o gestor e o administrador e, acatando uma exigência do mercado, fez uma

---

36 Parágrafo único. Excluem-se da disciplina desta Instrução os seguintes fundos, regidos por regulamentação própria: I – Fundos de Investimento em Participações; II – Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações; III – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; IV – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social; V – Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; VI – Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional; VII – Fundos Mútuos de Privatização – FGTS; VIII – Fundos Mútuos de Privatização – FGTS – Carteira Livre; IX – Fundos de Investimento em Empresas Emergentes; X – Fundos de Índice, com Cotas Negociáveis em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado; XI – Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - Capital Estrangeiro; XII – Fundos de Conversão; XIII – Fundos de Investimento Imobiliário; XIV – Fundo de Privatização - Capital Estrangeiro; XV – Fundos Mútuos de Ações Incentivadas; XVI – Fundos de Investimento Cultural e Artístico; XVII – Fundos de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras; XVIII – Fundos de Aposentadoria Individual Programada – FAPI; e XIX – Fundos de Investimento em Diretos Creditórios Não Padronizados.

reclassificação dos fundos, que passaram a refletir a natureza dos ativos que podem por eles ser adquiridos.<sup>37</sup>

Já por meio da Instrução 554/2014, a CVM alterou o conceito de “investidor qualificado” e criou a figura do “investidor profissional”, passando a uniformizar as regras anteriormente existentes sobre investimento e valor unitário mínimo. Também trouxe nova regulamentação sobre *suitability*,<sup>38</sup> dispensando a sua realização para investidores profissionais.

É grande a expectativa de que essas novas Instruções tornem o mercado de fundos de investimento ainda mais eficiente, transparente e atrativo para o grande público, permitindo o seu desenvolvimento mesmo nas turvas águas de agonia econômica hoje vivenciada em nosso país. Só o tempo dirá.

### **2.3 A regulação e o desenvolvimento do mercado de fundos de investimento brasileiro**

Ao longo de sua história, a indústria de fundos de investimento brasileira exigiu do Estado e dos agentes econômicos nela envolvidos uma forte atuação normativa e regulamentadora.

Por vezes, é verdade, essa atuação foi de encontro ao seu desenvolvimento. Exemplo disso, a já citada Resolução BACEN 103/68, que proibiu a administração de fundos de financiamento por sociedades de investimento ou financeiras. A insatisfação do mercado foi retratada na seção anterior.

Não se pode negar, porém, que a qualidade dessa regulação<sup>39</sup> é forte responsável pelo desenvolvimento alcançado por nossa indústria, posicionada, já há algum tempo, entre as maiores do mundo. Como explicar que um país como o Brasil, vinculado ao sistema jurídico do *civil law* francês e com elevados índices de pobreza humana – conquanto seja uma das maiores economias do planeta –, ocupe um lugar de destaque no mercado mundial de fundos de

---

37 Adiante será dedicada uma seção específica sobre essa classificação.

38 O *suitability* é uma prática já incorporada nos principais mercados do mundo e significa, na prática, a obrigatoriedade de as instituições verificarem se o produto oferecido a determinado cliente está adequado ao seu perfil.

39 O termo, aqui, é adotado em seu sentido amplo, abrangendo a regulação propriamente dita e a autorregulação. A diferenciação será feita ainda nesta seção.

investimento, com mais de R\$ 2,7 trilhões em capital líquido em 2014? Certamente, muitos são os fatores, mas a efetividade da regulação é, sem dúvida, um dos principais.<sup>40</sup>

Não se pode perder de vista o fato de que o sucesso do *common law* no desenvolvimento do mercado mundial de ações, entre inúmeros outros fatores, está diretamente relacionado à sua capacidade de dar soluções rápidas e eficazes a um sem-número de questionamentos e incertezas advindas do dia a dia da economia.

Nessa esteira, ao menos no início de nossa indústria de fundos de investimento, a parca normatização do instituto, somada à inércia estatal em sua regulamentação – v. g. a edição da Portaria do Ministério da Fazenda 309/59 que, no intuito de regulamentar norma da Constituição da República de 1946, demorou longos treze anos para ser editada – fizeram com que o nosso desenvolvimento fosse extremamente tímido até a década de 1990, quando, então, iniciamos um processo de intensa edição de normas administrativas e alteração de leis existentes.

Se o Brasil quisesse ter uma indústria de investimento coletivo no mesmo patamar de sua importância no quadro econômico mundial, seria necessário deixar as amarras de lado e criar mecanismos de respostas rápidas e eficientes às demandas desse novo mercado:

Os mercados se tornaram demasiadamente grandes, complexos e rápidos para se sujeitarem aos tipos de regulamentação e supervisão do século XX. Não admira que esse gigante financeiro globalizado não seja compreendido, na plenitude, nem mesmo pelos mais sofisticados participantes do mercado. Os reguladores do mercado financeiro estão incumbidos de supervisionar um sistema muito mais complexo que o existente quando se elaboraram de início as normas que hoje governam os mercados financeiros. (GREENSPAN, 2008, p. 475).

---

40 O sucesso brasileiro no mercado de fundos de investimento talvez seja um dos mais contundentes exemplos empíricos a confirmar o equívoco das teorias formuladas por Lerner e Schoar e La Porta et al. Lerner e Schoar, analisando o desenvolvimento da indústria de *private equity* por meio de 210 transações nos mais variados mercados e países, fazem um estudo sobre a influência do sistema jurídico no desenvolvimento do mercado financeiro. Segundo eles, países com sistemas jurídicos vinculados à *common law* possuem melhores índices de proteção ao investidor, resultando em uma maior aptidão para investimentos de risco do que aqueles vinculados à *civil law*, nos quais são menores esses índices de proteção e de *enforcement* contratual. No mesmo sentido, La Porta et al. (1997, p. 1.132), acrescentando o fator econômico ao debate: “By comparing legal rules across 49 countries, we showed that legal rules from the different traditions differ in content as well in the history of their adoption. In the area of protection against expropriation by insiders, common law countries protect both shareholders and creditors the most, French civil law the least, and German civil law and Scandinavian civil law countries somewhere in the middle. We also showed that richer countries enforce laws better than poorer countries, but, controlling for per capita income, French Civil law countries have the lowest quality of law enforcement as well.”

A incerteza, a complexidade e o risco são características desse novo mercado e, certamente, o seu enfrentamento uma tarefa a ser desenvolvida não só pelo Estado, como também por todos aqueles que, de alguma forma, nele se aventuram:

Na prática, as decisões financeiras não são tomadas em ambiente de total certeza em relação a seus resultados. Em verdade, por estarem essas decisões fundamentalmente voltadas para o futuro, é imprescindível que se introduza a variável incerteza como um dos mais significativos aspectos do estudo das operações do mercado financeiro.

Toda vez que a incerteza associada à verificação de determinado evento possa ser quantificada por meio de uma distribuição de probabilidades dos diversos resultados previstos, diz-se que a decisão está sendo tomada sob uma situação de risco. Dessa forma, o risco pode ser entendido pela capacidade de se mensurar o estado de incerteza de uma decisão mediante o conhecimento das probabilidades associadas à ocorrência de determinados resultado e valores.

A ideia de risco, de forma mais específica, está diretamente associada às probabilidades de ocorrência de determinados resultados em relação a um valor médio esperado. É um conceito voltado para o futuro, revelando uma possibilidade de perda. (ASSAF NETO, 2010, p. 218).

Não podendo regular todas as variantes inerentes a um mercado com uma gama tão diversificada de atores – e fatores –, ao Estado e aos agentes desse mercado incumbe o papel de monitorar esses riscos<sup>41</sup> em dupla perspectiva: a antecedente, procurando evitar que danos ocorram, e a subsequente, procurando minorar os efeitos desses eventuais danos.

É de se dizer: não tendo os agentes econômicos – e, aí, inclua-se o Estado – a capacidade de compreender todas as alternativas<sup>42</sup> e, assim, gerar um grau de certeza absoluta sobre todas as relações existentes no mercado, é a sua capacidade de gerenciar crises e responsabilizar culpados que trará a confiança necessária para o poupador nele investir.

---

41 “(...) o termo ‘risco’ designa a incerteza mensurável e a ‘incerteza’ o risco imensurável. A palavra ‘risco’ é ordinariamente usada de forma solta para referir a qualquer espécie de incerteza observada a partir do ponto de vista de uma contingência desfavorável, e o termo ‘incerteza’ de forma similar com referência a um resultado favorável; nós falamos do ‘risco’ de uma perda e da ‘incerteza’ de um ganho”. (KNIGHT apud FERRAZ, 2012, p. 31).

42 “Em uma tentativa de síntese dos resultados dessa revisão, Jolls, Sustain e Thaler (2000, p. 14 e ss.) falam em três categorias de limitação da racionalidade dos agentes: ‘racionalidade limitada’ (*bounded rationality*), ‘força de vontade limitada’ (*bounded willpower*) e ‘interesse próprio limitado’ (*bounded self-interest*). Dessas três categorias, a mais famosa é a chamada ‘racionalidade limitada’, formulada por Simon (1978, p. 356), para quem a racionalidade dos agentes é limitada porque, ao contrário do que ocorre no modelo neoclássico, na vida real não há como conhecer todas as alternativas, havendo incerteza quanto a eventos externos e impossibilidade de cálculo de todas as consequências possíveis – ‘rationality is bounded when it falls short of omnisciente’. Nesses casos, a conduta do agente não é maximizadora, mas sim satisfatória (*satisficing*)”. (YAZBEK, 2007, p. 15).

E essa confiança pressupõe segurança, real ou sentida, de que se tem respeito por algo. Quem confia no mercado está mais disposto a assumir os seus riscos, mesmo diante de toda a incerteza e complexidade a ele inerentes (FERRAZ, 2012, p. 38). A busca dessa segurança é, assim, a essência da ação regulatória:

Nesse sentido, 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. (EIZIRIK et al, 2011, p. 20-21).

Esse grau de confiança só atingirá níveis satisfatórios de aceitação quando a regulação bem enfrentar questões atinentes à eficiência e às externalidades do mercado, à assimetria informacional e à responsabilização de seus agentes. O mercado de fundos de investimento, portanto, não difere na essência daquilo que se tem por eficiência no mercado de ações em geral. Aqui, como lá, a correção da assimetria informacional e dessas externalidades é que guiará o investidor na tomada de decisões que sejam economicamente eficientes (GORGA, 2013, p. 77). E é esse o papel do Estado e dos agentes econômicos:

Considerando-se a importância dos mercados de capitais para o desenvolvimento econômico de um país na alocação de poupança a oportunidades produtivas e sua consequente sinalização para a formação dos preços, é relevante para a economia brasileira que o governo (e inclua-se, aqui, os agentes de mercado) utilize suas instituições controladoras para fortalecer e melhorar os níveis de eficiência desse mercado, principalmente o informacional, com uma maior quantidade de informações se refletindo de forma instantânea nos preços, o que resultaria em estimativas mais precisas. Isso aumentaria a credibilidade de tal mercado perante públicos menos especializados em aplicações financeiras, ampliando assim o volume e a quantidade de suas negociações. Tal esforço exige um maior volume de informações, de transparência e de abertura nas negociações (*disclosure*), de forma a atrair novos investidores e pulverizar as negociações em uma base maior de participantes, desconcentrando-as. (CAMARGOS; BARBOSA, 2003, p. 52-53).

Mas não apenas informações, transparência e *disclosure*: o mercado exige um eficiente mecanismo de responsabilização para se viabilizar de maneira eficiente. Os fundos de investimento trabalham com a captação não apenas de investidores qualificados como, e em sua maioria, com a poupança de um sem número de investidores estranhos ao dia a dia do mercado. A confiança e a garantia de que eventuais abusos serão não apenas coibidos, como também sancionados, são elementos essenciais para a sua atração e objeto da preocupação dos reguladores em geral.

Ao longo de nossa história, sempre houve uma forte atuação estatal na regulação<sup>43</sup> do mercado de fundos de investimento, fundamentada em diversos instrumentos normativos, tais como a Lei 4.595/64 (Lei do Sistema Financeiro Nacional), a Lei 4.728/65 (Lei do Mercado de Capitais), a Lei 6.385/76 (Lei do Mercado de Valores Mobiliários) e a Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações). Nesse rol, incluem-se também os atos normativos emanados do Conselho Monetário Nacional - CMN e, principalmente, da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Esta última, sob a orientação geral do CMN, é a principal reguladora do mercado de capitais brasileiro. Autarquia federal de regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica, autonomia financeira e patrimônio próprio, tem competência regulatória, fiscalizatória, investigativa e punitiva para atingir as seguintes finalidades:

- (a) estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários,
- (b) promover e assegurar a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários, (c) proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores contra (i) emissões irregulares de valores mobiliários, contra (ii) atos ilegais dos administradores e controladores das companhias e administradores de carteira e (iii) contra o uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, (d) evitar ou coibir modalidades de fraudes ou manipulação do mercado e (e) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado. (CANTIDIANO, 2005, p. 39).

---

43 Até aqui, o termo foi utilizado em seu sentido amplo, englobando não só a regulação propriamente dita, como, também, a autorregulação (vide nota 39). A partir desse momento, o termo “regulação” será adotado em sua acepção estrita, como preconizado por YAZBEK (2007, p. 180): “Assim, a expressão ‘regulação’ engloba atividades estatais que vão da criação de normas, passando por sua implementação por meio de determinados atos administrativos e pela fiscalização do seu cumprimento, até a punição dos infratores. O regulador exerce um poder normativo, um poder executivo e um poder ‘parajudicial’”.

O protagonismo da CVM como reguladora do mercado de fundos de investimento, como visto em seção precedente, só se consumou com a nova classificação dada aos valores mobiliários pela Lei 10.303/01, quando também os fundos financeiros, antes sujeitos ao BACEN, passaram a ser por ela regulados.<sup>44</sup> E profícua foi a sua atividade legiferante: inúmeras foram as Instruções por ela emanadas até a edição da recente ICVM 555/2014, que merecerá uma análise mais detida ao longo deste trabalho.

Entretanto, a coordenação do mercado de fundos de investimento no Brasil não ficou restrita à regulação estatal, tendo os agentes econômicos nele envolvidos ganhado papel de destaque na sua evolução. É de se dizer: esse foi um dos mercados onde a autorregulação<sup>45</sup> encontrou ambiente propício para o seu desenvolvimento, podendo-se mesmo afirmar que, nele, atingiu um grau nunca antes alcançado no país. Aqui, a regulação e a autorregulação são institutos que coexistem e se complementam. Marcelo Trindade e Aline de Menezes Santos explicam o porquê:

Nossa conclusão, após a análise do atual estágio da regulação e da autorregulação brasileiras, é a de que a autorregulação, no Brasil, pode continuar desempenhando um importante papel, inclusive nesse momento de reforma do mercado de capitais.

Esse papel da autorregulação parece-lhe estar reservado por diversas razões, como se verá. Mas uma delas salta mais aos olhos. É que da análise dos sistemas regulatórios pode decorrer, e normalmente decorre, a eventual necessidade de alteração das leis, inclusive a fim de que a autorregulação seja

---

44 Deliberação CVM 461/2003: “(...). Considerando que, em razão deste novo conceito de valor mobiliário, as cotas de fundos de investimento passaram a ser classificados como valores mobiliários, inclusive as cotas de fundos de investimento anteriormente regulados pelo Banco Central do Brasil;

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

Deliberou esclarecer ao mercado que: I – ressalvadas as hipóteses de previsão ou restrição específica, as referências a valores mobiliários nos normativos da CVM que tratam de fundos de investimento englobam as cotas de fundos de investimento, as cotas de fundo de fundos de investimento e os demais valores mobiliários previstos em lei ou assim definidos pela CVM; II – o entendimento disposto em I acima também se aplica aos fundos de investimento financeiro e demais modalidades de fundos, cuja regulação expedida pelo Banco Central do Brasil foi recepcionada pela CVM.”

45 Adota-se, aqui, o conceito de autorregulação sugerido por Ferraz (2012, p. 72): “Portanto, autorregulação é uma das formas de coordenação do mercado – realizada em conjunto com a regulação e a coordenação pelo mercado – realizada pelos agentes econômicos, organizados coletivamente em entidades profissionais privadas e que se materializa por meio da criação de normas de conduta, recomendações, pareceres de orientação e outros documentos de conteúdo normativo, bem como pela fiscalização e a aplicação de sanções disciplinares aos seus membros. Ela pode ocorrer por meio de imposição ou reconhecimento oficial do Estado ou por meio de autovinculação dos agentes econômicos, com base voluntária”.

mais eficiente. 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; SANTOS, 2009, p. 6-7).

A doutrina aponta inúmeras vantagens da autorregulação em relação à regulação propriamente dita, entre as quais, *(i)* a redução dos custos; *(ii)* a maior coordenação de questões técnicas, que ficavam à margem da regulação; *(iii)* a maior flexibilidade e mutabilidade em relação às mudanças ocorridas; *(iv)* a substituição das sanções penais pela autodisciplina profissional (mais adequada e eficaz); *(v)* melhores respostas em relação à complexidade e a incertezas existentes no mercado e, por fim, *(vi)* o fortalecimento das entidades profissionais privadas. (FERRAZ, 2012, p. 90).

Uma dessas vantagens merece especial atenção: a capacidade para lidar com a ética do mercado. A autorregulação, realizada pelos próprios profissionais dos setores envolvidos, tem vocação natural para atingir padrões éticos que a própria regulação não tem: “a autorregulação, em seu funcionamento efetivo, teria como questão básica o exame da justiça de determinadas práticas, ao invés de sua legalidade”. (EIZIRIK, 2011, p. 131).

Por meio da autorregulação de condutas, portanto, pode-se cumprir um relevante papel na difusão de práticas éticas e responsáveis, “fazendo com que os riscos reputacionais, porque percebidos pela classe dos agentes de mercado, e não por cada agente isoladamente, sejam ponderados com mais cuidado, quando se estiver em situações de conflito de interesses”. (TRINDADE; SANTOS, 2009, p. 42-43).

Dois exemplos de autorregulação merecem a atenção deste trabalho: a exercida pela BM&F Bovespa e aquela levada a cabo pela ANBIMA.

A bolsa de valores é uma entidade civil, de natureza privada, que exerce algumas funções delegadas do Poder Público e outras próprias, sem qualquer interferência das autoridades administrativas. É, portanto, um órgão de cooperação com o Estado, com dupla função: *(i)*

fornecer um local ou sistema adequado para que seus membros possam efetivar transações de títulos ou mercadorias, bem como estabelecer sistemas de negociação que propiciem a marcação de preços e a liquidez para esses ativos e (ii) preservar elevados padrões éticos de negociação para os seus membros, baixando normas, fiscalizando o seu cumprimento e aplicando as sanções cabíveis. (WALD; EIZIRIK, 1986, p. 5).

A atual redação do artigo 17 da Lei 6.385/76, alterada pela Lei 10.303/01, manteve os poderes das Bolsas de Valores e estendeu 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, na qualidade de “órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários”, os poderes para “fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nela realizadas”. Por sua vez, o artigo 8º, em seu § 1º, ao dispor sobre a competência da CVM, estabeleceu que ela 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 nela negociados”, cabendo àquela autarquia realizar a supervisão dessas entidades. (FERRAZ, 2012, p. 99).

Pois bem, interessada em promover o até então cambaleante mercado de valores mobiliários brasileiro a, à época, BOVESPA, ainda no ano 2000, criou níveis diferenciados de governança corporativa, denominados Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.<sup>46</sup> As companhias interessadas em negociar suas ações nesses segmentos têm de com ela firmar acordos, nos quais, mesmo à mingua de disposição legal, haverão de adotar algumas regras de proteção aos investidores, transparência, divulgação de informações, entre outras.

---

46 A especificação das regras referentes a cada um desses níveis restou bem sintetizada por Gorga (2012, p. 33). Podem-se citar, à guisa de exemplo, as seguintes: Nível 1: (i) melhorias nos relatórios de informações trimestrais; (ii) divulgação de um calendário anual de eventos corporativos e (iii) divulgação de negócios envolvendo papéis da empresa por seus administradores ou acionista controlador. Nível 2: conformidade com as regras do Nível 1, mais (i) divulgação de demonstrações financeiras de acordo com os Princípios Contábeis Geralmente Aceitos nos Estados Unidos (U.S. GAAP), com as Normas Internacionais de Contabilidade ou *International Financial Reporting Standards* (IFRS); (ii) mandato unificado de, no máximo, dois anos para todo o conselho de administração, que deverá ter ao menos cinco membros, 20% deles independentes; (iii) direito de voto aos preferencialistas em algumas situações; (iv) *tag along* de pelo menos 80% para preferencialistas sem direito a voto; (v) adesão ao Painel de Arbitragem do Mercado para solução de conflitos corporativos. Novo Mercado: cumprimento das normas dos Níveis 1 e 2 e (i) todas as ações com direito de voto e (ii) *tag along* para todos os acionistas minoritários, no mesmo valor pago ao acionista controlador.

A vinculação a esses segmentos é facultativa, de base contratual, mas vinculante: conquanto não haja qualquer imposição legal, aqueles que a eles aderem devem observar as suas normas, sob pena de sanções que podem chegar até mesmo à sua exclusão.

O acerto dessa medida autorregulatória foi ressaltado por Érica Gorga:

A hipótese de que o comprometimento com melhores práticas de governança corporativa contribuiria para aumentar o preço dos valores mobiliários das companhias foi confirmada por diversos estudos. Carvalho e Pennacchi analisaram a pacificação e volumes de negociação dos papéis de companhias que migraram para os segmentos de listagem diferenciados da Bovespa no período de 2001 a 2006. Os autores concluem que as ações dessas companhias tiveram retorno anormais positivos quando elas migraram para os segmentos especiais, particularmente significativo para as companhias que nunca tinham realizado *cross-listing* em bolsa de valores americana e para as que migraram para os níveis superiores de governança corporativa – Nível 2 e Novo Mercado – as quais receberam retornos superiores às que migraram para o Nível 1. (GORGA, 2013, p. 36).

Já a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) pode ser considerada a mais influente associação profissional relacionada ao mercado de valores mobiliários brasileiro. Criada em 2009, a partir da União da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) e da Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA), ela representa os agentes econômicos que prestam serviços perante o sistema financeiro nacional, tais como os bancos comerciais e de investimento, os corretores e distribuidores de títulos e valores mobiliários e as administradoras e gestoras de recursos de terceiros, registradas junto à CVM.<sup>47</sup> (ANBIMA, Estatuto Social).

---

47 Artigo 6º: “Poderão ser associadas à Associação as seguintes instituições, cujas admissões estarão sujeitas à aprovação da Diretoria, observadas as normas estabelecidas pelo Conselho de Ética: (a) bancos comerciais, bancos de investimento, bancos múltiplos com carteira comercial, bancos múltiplos com carteira de investimentos, caixas econômicas, bancos de desenvolvimento, corretoras de títulos e valores mobiliários e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, autorizados a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (b) administradoras e gestoras de recursos de terceiros, registradas perante a Comissão de Valores Mobiliários; e (c) as instituições financeiras ou não financeiras que não estão acima listadas, que comprovadamente prestem serviços financeiros a terceiros e que sejam consideradas de interesse pela Associação”.

Entre os seus objetivos, destacam-se:

(i) amparar os legítimos interesses dos mercados financeiro e de capitais perante os poderes públicos, visando ao seu desenvolvimento, bem como ao desenvolvimento das instituições que neles operam;

(ii) estabelecer princípios éticos a serem respeitados pelos Associados no exercício de suas atividades;

(iii) promover a prática das atividades de autorregulação nos mercados financeiro e de capitais, inclusive através da elaboração, negociação e implantação de Códigos de Regulação e Melhores Práticas que definam normas e procedimentos e prevejam punições decorrentes do descumprimento de tais Códigos, a serem observados por todos os Associados e outras entidades que decidirem aderir a tais normas;

(iv) atuar como entidade certificadora de profissionais de investimento, podendo, para tanto, elaborar e aplicar exames de certificação e outorgar validamente as certificações para os profissionais capacitados nos respectivos exames;

(v) promover, realizar, fomentar e divulgar estudos e pesquisas sobre os mercados financeiro e de capitais;

(vi) elaborar bases de dados contendo informações coletadas e/ou recebidas de Associados ou não associados sobre os mercados financeiro e de capitais e

(vii) distribuir informações de suas bases de dados e publicações a respeito dos mercados financeiro e de capitais, dirigidas a Associados ou não associados. (ANBIMA, Estatuto Social, art. 3º).

Especificamente em relação ao mercado de fundos de investimento, a entidade editou o Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas, com o declarado propósito de estabelecer parâmetros para o mercado, visando a alcançar (i) a concorrência leal; (ii) a padronização de seus procedimentos; (iii) a maior qualidade e disponibilidade de informações e (iv) a elevação dos padrões fiduciários e a promoção de melhores práticas do mercado.<sup>48</sup>

---

48 Artigo 1º.

O Código fixa os princípios gerais que haverão de ser observados pelas instituições participantes do mercado de fundos de investimento, os quais, por sua importância, merecem aqui ser repisados:<sup>49</sup>

- (i) Princípio da transparência e da informação: desempenhar suas atribuições buscando atender aos objetivos descritos nos documentos do Fundo de Investimento, observada a regulamentação aplicável a cada tipo de Fundo, bem como a promoção e divulgação de informações a eles relacionadas de forma transparente, inclusive no que diz respeito à remuneração por seus serviços, visando sempre ao fácil e correto entendimento por parte dos investidores;
- (ii) Princípio da boa-fé: cumprir todas as suas obrigações, devendo empregar, no exercício de sua atividade, o cuidado que toda pessoa prudente e diligente costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas durante o período em que prestarem algum dos serviços previstos no § 1º do art. 2º deste Código;
- (iii) Princípio da confiança: evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com os cotistas dos Fundos de Investimento e
- (iv) Princípio da lealdade: evitar práticas que possam vir a prejudicar a indústria de Fundos de Investimento e seus participantes, especialmente no que tange aos deveres e direitos relacionados às atribuições específicas de cada uma das Instituições Participantes, estabelecidas em contratos, regulamentos e na legislação vigente.

A garantir o fiel cumprimento de suas normas, o Código prevê um sistema próprio de sanção, no qual se incluem a advertência, a multa, a proibição temporária de exercício e, por fim, a exclusão dos quadros da Associação.<sup>50</sup>

A ANBIMA conta hoje com mais de 340 instituições associadas e sua importância foi bem sintetizada por Luciana Pires Dias, ainda sob a designação de ANBID:

As normas emitidas pela ANBID são especialmente importantes por duas razões. Primeiramente, elas impulsionaram e imprimiram padrões éticos mais rigorosos nas emissões de valores mobiliários do mercado nacional. Somente foi possível falar em níveis de transparência aceitáveis, de acordo com padrões internacionais, na emissão de valores mobiliários no Brasil após a edição do Código da ANBID. A outra razão liga-se à importância da própria entidade, pois, segundo especialistas do mercado, nenhuma emissão pública de valores mobiliários de alguma relevância, após 2000, foi realizada sem o cumprimento das regras editadas pela ANBID. (DIAS, 2005, p. 156).

---

49 Artigo 6º.

50 Artigo 58.

Pode-se afirmar, portanto, que a regulação exercida pela CVM e a autorregulação promovida pela ANBIMA suprem, em boa medida, a ausência de leis formais sobre os fundos de investimento. Qualquer estudo sobre o instituto dedicará mais tempo àquelas normas do que às leis propriamente ditas que, aliás, pouco nos ensinam sobre o tema. Questões relativas a sua organização, classificação e funcionamento estão exaustivamente tratadas nas instruções emanadas pela CVM, especialmente na ICVM 555/2014.

Mas, é verdade, há falhas nessa regulação. Os deveres sociais desses fundos, a forma de controle neles exercida e a responsabilização de seus administradores não foram suficientemente enfrentados pela CVM ou pela ANBIMA, e a elucidação dos problemas a eles relativos importará na interpretação extensiva de suas normas e na aplicação analógica de preceitos típicos das sociedades em geral.

Isso, contudo, e é importante que se diga, definitivamente não macula a atuação normativa da regulação e da autorregulação que, como afirmado – e demonstrado –, tiveram um papel determinante para que a nossa indústria alcançasse o desenvolvimento por ela hoje ostentado.

## **2.4 Natureza Jurídica**

### *2.4.1 A natureza condominial e teorias correlatas*

Discorrendo sobre o poder de controle nas sociedades anônimas, Fábio Konder Comparato (2014, p. 90) afirmou que a “a nova ciência jurídica não despreza, evidentemente, os conceitos e as definições, como instrumentos indispensáveis à aplicação do direito, mas considera tais instrumentos sempre perfectíveis e provisórios, em função da constante observação histórica da vida humana em sociedade”. O autor parecia estar discorrendo sobre os fundos de investimento.

Não se desconhecem as críticas feitas à insistência de grande parte da doutrina em qualificar os mais variados institutos dentro de quadros estanques, muitas vezes sem qualquer

efeito prático para os operadores do direito.<sup>51</sup> Contudo, é mediante o estudo de sua natureza jurídica que institutos carentes de um satisfatório debate doutrinário demonstram a sua essência e principais características, que haverão de ser observadas na sua utilização.

Especificamente em relação aos fundos de investimento, é pela sua natureza jurídica que se bem compreende a relação jurídica existente entre os investidores, o fundo e os seus administradores, especialmente a responsabilidade desses últimos por atos praticados em desrespeito à lei ou ao regulamento. E essa é a essência deste trabalho.

Como visto, buscando superar os inconvenientes que apresentavam as sociedades de investimento e as sociedades em conta de participação como instrumentos de capitalização coletiva, a Lei 3.470/58 foi a primeira a positivizar a natureza condominial do instituto, muito na esteira do sucesso alcançado pelo Fundo Crescinco, um condomínio, criado em 1957.

O fundo de investimento sob a forma de condomínio foi prestigiado em normas posteriores, tendo a ICVM 409/2004 afirmado, já em seu artigo 2º, que “o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinada à aplicação em títulos e valores mobiliários, bem como em quaisquer outros ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais, observadas as disposições desta Instrução”.<sup>52</sup>

Muito do que se escreveu sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento foi feito sob a égide dessa disposição normativa. E pode-se afirmar: muitas foram as críticas e opiniões condenando a sua natureza condominial.

Por isso, é de se estranhar que, mesmo assim, a nova ICVM 555/2014 optou por positivizar essa mesma natureza, em redação que reproduz à inteireza a norma da ICVM 409/2004, por ela revogada:

---

51 Ainda Comparato (2014, p. 90, nota 3): “Os filósofos da cultura insistem, com razão, no caráter instrumental de todo conceito, ‘ferramentas por nós criadas e que devemos criar, constantemente, para a solução de determinados problemas. Os conceitos não se referem, como as percepções sensíveis, a fatos concretamente dados, a uma situação presente e concreta, não movem-se, ao contrário, no círculo do possível e tratam, de certo modo, de demarcar o campo das possibilidades’ (...). Ora, esse caráter instrumental de todo conceito é muito mais saliente no campo do direito, que é uma ciência de práxis e que, portanto, só existe em função da ‘arte jurídica’”.

52 Essa a sua redação original. Quando da sua revogação, a norma vigia com a seguinte redação: “O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros, observadas as disposições desta Instrução”.

Art. 3º. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros.

É de se estranhar porque, desde os primeiros trabalhos destinados ao tema, poucos foram os autores que abraçaram a designação condominial. Félix Ruiz Alonso faz uma síntese dos pioneiros:

Os autores pátrios, quando se definiram, tomaram diferentes posições: Oscar Barreto Filho e Bernard Pajiste consideram os Fundos como sociedades em conta de participação; Peter Walter Ashton, com Cirne Lima, consideram-nos como expectativas de condomínio ou *spes condominii*. Estes autores têm, entre outros, o grande mérito de terem escrito quando nada havia, praticamente, sobre a especialidade. Pontes de Miranda, mais recentemente, os considera como condomínios, embora não fundamente a sua opinião legal, mas a *opinio communis*, que vai se formando à margem do direito. (ALONSO, 1971, p. 61).

Para bem enquadrar os fundos de investimento em *standards* jurídicos que, de fato, assemelhem a sua real essência, este trabalho haverá de seguir o roteiro sugerido por Alexandre Brandão da Veiga:

A noção de fundo não se pode obter de um pré-conceito. Nem sequer decorre da mera aceitação da definição legal. Nem, e muito menos, de uma suposta indução conceptual. Só depois de estudarmos todo o seu regime jurídico com um mínimo de profundidade podemos tentar encontrar um regime de imputação que seja adequado à compreensão do regime legal. Para isso, temos de proceder a uma análise de três passos de demonstração. Em primeiro lugar, temos de partir de uma apreciação crítica da definição legal. Num segundo passo, temos que proceder a uma construção dogmática, a que esta crítica institucional nos conduz. Em terceiro lugar, temos que aceitar uma reestruturação do conceito depois de uma crítica operada sobre a primeira elaboração dogmática. (VEIGA, 1999, p. 531).

Seguindo essa orientação, chega-se a uma primeira conclusão: definitivamente, o fundo de investimento não é um condomínio. É equivocada a conceituação legal que, aliás, em nada contribui para o desenvolvimento do instituto.

Poder-se-ia admitir, é verdade, a constituição de novos condomínios mediante instruções da CVM, na linha do que será abaixo defendido em relação à criação de novos tipos societários

por esse meio.<sup>53</sup> Com a vênua dos que pensam em sentido contrário, a designação normativa “condomínio”, expressamente contida na ICVM 555/2014, pouco nos diz sobre o instituto. É a sua estrutura organizacional e o regime a ele aplicável que bem delimitam a sua verdadeira natureza e, quanto a esta, é inequívoca a afirmação: os fundos de investimento não são espécies de direitos reais. Ainda que as instruções regulamentadoras insistam na designação condominial – *sui generis* que seja –, o regime jurídico a eles aplicável foge, e muito, do que é próprio ao direito das coisas.

Para Caio Mário da Silva Pereira (2009, p. 151), “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”. Direito real que é, ao condômino é assegurado o direito de uso e gozo da coisa como um todo, bem como de disposição de sua parte, observado o direito de preferência dos demais condôminos.<sup>54</sup> Nele, o objeto central é a coisa em si mesma. (PEREIRA, 2009, p. 6).

Dos fundos de investimento, portanto, o condomínio diverge já na sua essência: eles não são direitos reais. Não há, nessas estruturas de investimento coletivo, direitos de coproprietários sobre o patrimônio do fundo. O que há, e nisso vai grande diferença, são direitos de proprietário sobre a respectiva cota, fração ideal daquele patrimônio e que constitui um bem móvel e incorpóreo, esse sim de sua titularidade exclusiva. E mesmo sobre essas cotas, dependendo da estrutura organizacional do fundo, ausente está até mesmo o direito de disposição, hipótese dos fundos abertos, nos quais as cotas são, em regra, intransferíveis.<sup>55</sup> (ICVM 555/2014).

Aliás, os cotistas sequer têm direito à administração dos ativos que compõem a carteira do fundo, ficando essa administração a cargo de um administrador profissional, responsável pelo fundo e o único habilitado a contrair dívidas em seu nome. Nisso, também, distanciam-se os

---

53 A discussão acerca da taxatividade dos direitos reais foge aos estreitos limites deste trabalho. A afirmação é feita apenas como contraponto à tese que será aqui defendida, no sentido de ser possível a criação de novos tipos societários por instruções emanadas pela CVM.

54 Caio Mário da Silva Pereira (2002, p. 39) classifica os direitos subjetivos, quanto à forma de dominação, em direitos reais e direitos de obrigação. Aqueles, “traduziriam uma dominação direta sobre a coisa (*iura in re*), atribuível ao sujeito e oponível *erga omnes*, (...)”.

55 ICVM 555/2014: 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.

fundos do condomínio, já que é lícito ao coproprietário contrair dívidas em nome do condomínio (artigo 1.318 do Código Civil) e valer-se da ação regressiva para o devido ressarcimento.

A natureza estática dos direitos reais vai de encontro ao dinamismo característico à atividade de investimento coletivo, diretamente relacionada ao mercado financeiro e, conseqüentemente, às incertezas dele decorrentes. A relação jurídica, nela, não está focada no binômio sujeito/objeto, e sim nos resultados que a atividade de investimento pode proporcionar ao titular da cota. É de se dizer: a cota, aqui, não é considerada como um fim em si mesmo, mas um meio de se exercer uma atividade econômica.

Ricardo de Santos Freitas bem exemplifica, com uma situação hipotética, o equívoco da classificação e a insuficiência dos remédios de direito real na solução de problemas típicos dos fundos de investimento:

Suponha-se que um administrador tenha, por erro, calculado a menor o valor do patrimônio líquido de um fundo no dia em que um investidor aportou recursos. Como consequência, foi-lhe atribuída uma quantidade menor de cotas do que a devida. Qual o remédio teria o investidor para recompor sua perda? O reconhecimento do fundo como condomínio poderia conduzir à aplicação da doutrina dos interditos proibitórios, conforme inclusive prescreve o caput do art. 1.314 do Código Civil. (FREITAS, 2006, p. 162-163).

Por fim, uma última e essencial diferença: o estado de transitoriedade dos condomínios e o incentivo legal à sua extinção. Com efeito, mesmo as mais recentes normas regulamentadoras do condomínio não escondem a tradicional ideia de propriedade ligada ao assenhoreamento exclusivo de determinada coisa. Tanto que, em seu artigo 1.320, o Código Civil assegura ao coproprietário o direito de, a qualquer tempo, exigir a divisão da coisa em comum.

É característica do condomínio, portanto, a sua instabilidade organizacional. Ou seja, conquanto possam durar anos – e muitos, de fato, duram –, o vínculo que liga os condôminos é de tal natureza precário que pode ser desfeito a qualquer momento, por simples vontade de qualquer um deles. E isso não se passa com os fundos de investimento em geral.

Mesmo trazendo em si uma ideia de transitoriedade – afinal, é da essência do instituto a busca de lucro por seus participantes, a ser realizado no momento de sua liquidação –, enquanto vigentes, os fundos não podem ser desconstituídos por mera liberalidade de um de seus

membros. Havendo interesse de algum cotista em não mais participar do fundo, a ele é lícito exigir o resgate,<sup>56</sup> nos de tipo aberto, ou negociá-los, nos de tipo fechado, mantendo-se a higidez do fundo em qualquer uma dessas hipóteses.

Nessa esteira, é importante afastar os fundos de investimento do âmbito de incidência da norma positivada no § 1º do artigo 1.320 do Código Civil.<sup>57</sup> À luz desse permissivo legal, poder-se-ia admitir a constituição de fundos de investimento na modalidade de condomínio, desde que consagrada a sua indivisibilidade. Isso, contudo, não nos parece possível, e duas são as razões: primeira, porque, como visto, os fundos de investimento, ao contrário dos condomínios, não são uma espécie de direito real; segunda, porque mesmo essa indivisibilidade é relativa, já que pode ser determinada a sua extinção, desde que requerida por um único interessado (mesmo que não seja condômino) – os fundos exigem a maioria assemblear – e haja graves razões para tanto (artigo 1.320, § 3º, do Código Civil).<sup>58</sup>

Pois bem, não se enquadrando os fundos de investimento na figura condominial, como, então, poderíamos classificá-los? Há autores que, pretendendo salvar em parte o conceito positivado – tarefa por demais hercúlea, diga-se de passagem –, defendem uma natureza condominial atípica. Entre eles, Arnaldo Wald (1990, p. 9),<sup>59</sup> Nelson Eizirik (2008, p. 77)<sup>60</sup> e Pontes de Miranda (1966, p. 352),<sup>61</sup> com ensinamentos que se aproximam do defendido por Fernando Schwarz Gaggini:

---

56 “Salienta-se que mesmo o resgate não consiste na divisão do patrimônio comum, mas simplesmente a porcentagem da significação econômica deste. Tanto é assim que o valor do resgate, regra geral, deve ser pago em dinheiro”. (CARVALHO, 2012, p. 184, nota 282).

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

58 Art. 1.320. (...). § 3º. A requerimento de qualquer interessado e se graves razões o aconselharem, pode o juiz determinar a divisão da coisa comum antes do prazo.

59 “Os fundos de mercado de capitais não têm personalidade jurídica e os de direito público podem tê-lo ou não conforme determinar o diploma legal que os constitui. Mas já existe ampla regulamentação que, nos últimos vinte e cinco anos, admitiu, tanto no Brasil como no exterior, que os fundos de mercado de capitais tivessem patrimônio e capacidade processual, sem atribuir-lhe, todavia, personalidade jurídica, constituindo, assim, uma forma especial de condomínio, diferente do comum previsto pelo Código Civil”.

60 “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, ações debêntures ou outros títulos ou contratos existentes no mercado”.

61 “A forma societária é a mais simples e aquela a que melhor se adapta a porta aberta, principalmente se se constitui sociedade por ações. Isso não afasta a juridicidade da forma condominial, fiduciária, de comunhão pro diviso, ou outra que o sistema jurídico contenha”.

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, 2001, p. 53).

Rogando vênias a esses autores, se o instituto é atípico justamente por ter regras próprias e específicas que o distinguem do condomínio, é porque de condomínio não se trata.

Ricardo de Santos Freitas, a partir da doutrina desenvolvida na Europa continental, apresenta três outras teorias, nenhuma delas, adiantamos, adequada à realidade brasileira. (FREITAS, 2006, p. 191).

A Teoria da Comunidade de bens não condominial, de origem portuguesa, identifica nos fundos de investimento uma *universitas iuris* singular, tal como a herança no direito brasileiro. Maria João Vaz Tomé (apud FREITAS, 2006, p. 85) a resume:

Pode-se dizer, em jeito de conclusão, que os fundos comuns de investimento pertencem em comunhão, que não necessariamente em compropriedade, aos participantes. Na verdade, a comunhão é o gênero e a compropriedade a espécie. Se toda a compropriedade é comunhão, nem toda a comunhão é compropriedade. Nos fundos, estará em causa uma forma de propriedade colectiva diversa da compropriedade caracterizada pelo estatuto específico para si previsto em lei especial (DL. N. 276/94) e, nos limites por esta estabelecido, no regulamento de gestão.

A definição bem se adequa à realidade jurídica portuguesa, em que a legislação admite a comunhão de direitos, não entendida como compropriedade. Aqui, porém, os conceitos de comunhão e compropriedade confundem-se, razão pela qual, ao final, estaríamos uma vez mais a falar em condomínio atípico. Ademais, universalidades de direito no Brasil, tal como a herança, são regidas pelas normas reguladoras do condomínio (artigo 1.791 do Código Civil), regras essas incapazes de solver os questionamentos que os fundos de investimento nos apresentam.

Já a Teoria da Propriedade em Mão Comum busca, na concepção germânica de comunhão, elementos capazes de identificar os fundos de investimento como tal. A sua distinção em relação ao clássico instituto romano foi assentada por Ricardo de Santos Freitas:

A construção conceitual de comunhão do Direito Romano – *communio iuris romani* – diverge essencialmente daquela do Direito Germânico – *communio iuris germanici*. A doutrina clássica conceitua a primeira como uma comunhão *pro diviso*, isto é, que prioriza o indivíduo em detrimento da comunidade ao passo que a segunda é conceituada como uma comunhão *pro indiviso* por inverter a relação de valores, priorizando a comunidade, mais do que o indivíduo. Na concepção ontológica germânica, elimina-se a noção de fração ideal e se atribui o direito de uso e gozo à comunidade em si mesma considerada e não ao indivíduo. (FREITAS, 2006, p. 187).

A prevalência absoluta do interesse do grupo em detrimento do interesse individual, a impossibilidade de solicitar a sua divisão e a proteção a ele dada contra dívidas contraídas pelos condôminos com terceiros são características que aproximam fortemente o instituto germânico do modelo por nós adotado de fundos de investimento.

Porém, por mais paradoxal que possa parecer, é justamente essa prevalência do grupo que divide os institutos. É que a concepção germânica dá tanta ênfase ao coletivo que a indivisão faz desaparecer até mesmo a divisão por meio da fração ideal, não havendo que se falar, assim, em cotas. E, onde quer que seja, não existe fundo de investimento sem cotas.

Por fim, a Teoria da Propriedade Fiduciária, em que a propriedade fiduciária do fundo pertenceria a seu administrador, investido de todos os poderes inerentes ao domínio. A relação entre o administrador e os cotistas estaria representada por mandato, resumindo-se, assim, a aspectos obrigacionais.

Essa teoria tem melhor guarida em países vinculados ao sistema da *common law*, onde, por meio do *trust*, reconhece-se o conceito plural de propriedade. Segundo Eduardo Salomão Neto:

(...) implica o *trust* a transferência de propriedade ou titularidade sobre um bem corpóreo, móvel ou imóvel, ou incorpóreo, como os direitos, a um terceiro denominado ‘*trustee*’, a quem incumbe exercer os direitos adquiridos em benefício de pessoas designadas expressamente no instrumento criador do ‘*trust*’, ou indicadas pela lei ou jurisprudência na falta de tal instrumento,

chamadas beneficiários ou ‘*cestui que trust*’. Alternativamente, podem se constituir ‘*trusts*’ não em benefício de pessoas determinadas, mas com vistas à perseguição de determinados objetivos.

Por outro lado, estaremos diante de um ‘*trust*’ ainda quando uma pessoa se declarar ‘*trustee*’ em benefício de terceiro de bens que já detenha, em tal hipótese não sendo necessária a transferência de propriedade. (SALOMÃO NETO, 1996, p. 20-21).

É da essência do *trust*, portanto, a concepção plural da propriedade: o *trustee* tem o direito de uso e disposição do bem, e o *beneficiary* o direito de gozo, ambos, porém, limitados pelo instrumento instituidor (*trust deed*). É essa natureza plural da propriedade que faz com que Eduardo Salomão Neto (1996, p. 79-80) não admita a existência do *trust* no Brasil, “onde o direito de propriedade romanístico passou a ser dotado da característica de exclusividade e indivisibilidade”. No seu entender, poder-se-ia cogitar, de *lege ferenda*, a sua introdução em nosso ordenamento, desde que se desse “início à modificação das regras referentes ao caráter absoluto e à indivisibilidade do direito de propriedade”.

O autor, contudo, toma como únicos os conceitos díspares de propriedade e domínio:

A propriedade consiste na titularidade do bem. Já o domínio se refere ao conteúdo interno da propriedade. Um existe em decorrência do outro. Cuida-se de conceitos complementares e comunicantes que precisam ser apartados, pois apenas no momento em que separamos aquilo que está no mundo da ‘forma oficial’ (propriedade) daquilo que é ‘substância efetiva’ (domínio), visualizamos que em várias situações o proprietário – detentor da titularidade formal – não será aquele que exerce o domínio (...). (FARIAS, 2014, p. 218).

Portanto, “o direito subjetivo de propriedade abrange um complexo de faculdades que não sofrerá cisão se uma delas for temporariamente desmembrada do conjunto, prevalecendo a unidade do direito subjetivo, com a preservação do significado jurídico da propriedade”. Quer-se, com isso, dizer que, conquanto a propriedade seja exclusiva e indivisível, “eventualmente, porém, o domínio sofrerá contrações, caso algum de seus poderes sejam destacados para a formação de direitos reais em coisa alheia” (FARIAS, 2014, p. 252-253). Essa é a essência do atributo da elasticidade do direito de propriedade, da qual o usufruto e a propriedade fiduciária são exemplos contundentes.

Assim, a natureza exclusiva e indivisível da propriedade não é fundamento bastante a afastar a possibilidade de utilização do *trust* no Brasil. É a amplitude na cessão dos atributos

inerentes ao domínio que, a nosso ver, o separa do sistema jurídico brasileiro, impossibilitando a sua utilização como forma de constituição dos fundos de investimento. E é uma pena que seja assim. Afinal, não há como negar a perfeita adequação do *trust* como forma ideal de concepção dos investimentos coletivos, o que, aliás, explica e muito o sucesso por eles alcançado em países como a Inglaterra e os Estados Unidos.<sup>62</sup>

Para a constituição do *trust*, conjuntamente com a manifestação de intenção, deve ocorrer a transferência de titularidade ou propriedade das coisas sobre as quais ele irá incidir, com todos os atributos dominiais. Como observa Eduardo Salomão Neto:

A transferência de titularidade aqui tratada deve ser efetuada pelos modos típicos à natureza dos bens transferidos. Assim, bens imóveis devem sofrer a alteração dos registros respectivos e as ações precisam ter a alteração de sua titularidade inscrita nos livros da companhia emitente. A coisa constituindo o objeto do “*trust*” pode ser também um direito, inclusive o direito de um beneficiário nos termos de um outro “*trust*”. Tais direitos devem ser transferidos ao “*trustee*” através da cessão. (SALOMÃO NETO, 1996, p. 27).

Mesmo admitindo a elasticidade do direito de propriedade e a cessão de alguns dos atributos inerentes ao domínio, o ordenamento jurídico brasileiro não admite a cessão de todos esses atributos sem que, com isso, se perca a condição de proprietário.<sup>63</sup> A propriedade, aqui, é exclusiva, sendo inaceitável a existência de propriedades concorrentes, tal como consagrado no ordenamento inglês.

E mais. A constituição do *trust* pressupõe a manifestação de vontade de seu instituidor, a quem compete a delimitação de seu objeto e das obrigações dele decorrentes. “A intenção do

---

62 Oscar Barreto Filho (1956, p. 63-64), já em 1956, constatava: “Criação do gênio prático anglo-saxão, os *investment trusts* encontraram na Inglaterra e nos Estados Unidos da América as suas terras de eleição. Para isso contribuíram, não somente as particularidades psicológicas, políticas e morais dos anglo-americanos, como também a existência da instituição jurídica do *trust*, cuja extraordinária flexibilidade lhe permite adaptar-se às mais variadas necessidades da vida”.

63 “Constatado que se pode exercer um direito de domínio sem que se tenha a propriedade, a pergunta que surge é: um sujeito pode exercer todos os direitos de domínio sem ter a propriedade? No Brasil, a resposta é negativa, mas há países que o permitem. Estamos diante de uma das principais diferenças entre os ordenamentos jurídicos de base anglo-saxã e os de base romano-germânica”. (FREITAS, 2006, p. 142). Ainda Mário Tavernard Martins de Carvalho (2012, p. 192), divisando os fundos de investimento da propriedade fiduciária: “Além disso, no ordenamento brasileiro, a propriedade fiduciária deve possuir, regra geral, o escopo de garantia. Acresça-se, ainda, o fato de o administrador não ser um mero representante dos cotistas, mas um agente que age/presenta o fundo como se este fosse. Inclusive, pode-se lembrar que o fundo é constituído por um ato unilateral do administrador, não sendo sequer plausível pensar-se, neste momento, na relação mandante/mandatário”.

instituidor do *trust* é elemento condicionante da existência de todos os *trusts* relativos a propósitos”, que só serão validamente constituídos quando o “instituidor designar com precisão suficiente o patrimônio sobre o qual existirá”<sup>64</sup> (SALOMÃO NETO, 1996, p. 25-29). Neles, portanto, o protagonismo de sua criação e regulamentação é dado ao instituidor, cabendo ao *trustee* bem cumprir os propósitos por ele indicados.

Nos fundos de investimento, esse protagonismo é do administrador e não do cotista. De maneira diametralmente inversa do que se passa com o instituto anglo-saxão, no Brasil, os fundos de investimento são constituídos unilateralmente pelo administrador, que fixa o seu regulamento à revelia dos cotistas, os quais se limitam a ele aderir ou não. Não é o investidor, portanto, quem delimita o objeto e as normas relativas aos fundos, fato que bem o divisa do instituidor no *trust*. Não há, nessa modalidade de investimento coletivo, quaisquer figuras que se assemelham às do mandante e do mandatário.

Afastada a possibilidade de instituição de fundos de investimento na modalidade do *trust*, resta, assim, a concepção societária que, a nosso ver, melhor se amolda ao instituto estudado. Mas, também aqui, haveremos de proceder a uma interpretação criativa do conceito de sociedade, sem, contudo, descaracterizá-lo.

#### 2.4.2 Fundos de investimento: um tipo societário regido por lei especial

O conceito é legal (artigo 981 do Código Civil): celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício da atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados. Daí, a doutrina fixa os três elementos caracterizadores de uma sociedade: (i) a constituição do capital social; (ii) o fim comum e (iii) a coparticipação nos lucros e nas perdas.<sup>65</sup>

---

64 A par dos *trusts* criados pelo instituidor, denominados pelo autor “*trust* expresso”, há, ainda, os “*trusts* interpretativos” ou “*trusts* resultantes”, que derivam “de disposições legais em sentido amplo, precipuamente originárias da jurisprudência, e não da iniciativa das partes”.

65 Alinhamo-nos com aqueles que entendem não ser a pluralidade de pessoas elemento caracterizador de uma sociedade. E duas são as razões. Primeira, a norma positivada no artigo 251 da Lei 6.404/76, admitindo a existência da subsidiária integral, que nada mais é do que uma sociedade unipessoal. Segunda, pela instituição da Empresa Individual de Responsabilidade Limitada – EIRELI, inovação trazida pela Lei 12.441/2011. A par disso, o Projeto de Lei 1.572/2011, que propõe um novo Código Comercial, rompe com o sistema tradicional que estabelece a

Assim, estando presentes esses três elementos, é seguro afirmar a natureza societária dos fundos de investimento. Vejamos.

Por “fim comum”, devemos entender o elo de colaboração ativa entre os sócios com vistas à consecução do bem comum.<sup>66</sup> Pressupõe, portanto, não somente a intenção de realizar benefícios por uma união de capitais, mas a vontade bem determinada, da parte de todos os sócios, de cooperar ativamente na obra comum. Oscar Barreto Filho, à luz do superado conceito de “*affectio societatis*”, reconhecia a existência desse fim ainda nas sociedades de investimento:

A *affectio societatis* consistiria na intenção de congregar recursos para a aquisição e gestão de uma carteira de valores mobiliários nas melhores condições jurídicas, técnicas e econômicas, para partilhar entre os sócios os lucros e vantagens atribuídos à propriedade desses valores. Existe, sem dúvida, na *investment trust*, a identidade de interesses, o espírito de colaboração ativa, que constitui o elemento volitivo do contrato social. É justamente a presença desse elemento que nos faz enxergar no *investment trust* algo mais que uma simples comunhão contratual de patrimônio. (BARRETO FILHO, 1956, p. 163-164).

De fato, esse fim comum é da essência do instituto de investimento coletivo. Por meio da comunhão de investimentos, os mais variados tipos de investidores podem ter acesso a uma gama de oportunidades financeiras que individualmente, ao certo, não teriam:

Os fundos de investimento caracterizam-se pela aplicação em conjunto de recursos de pessoas físicas e/ou jurídicas, buscando maior rentabilidade, uma vez que a soma de recursos aplicados, normalmente, é grande, e que, portanto, podem ser obtidos preços a taxas melhores. Foram criados com o objetivo de reduzir o risco inerente às aplicações no mercado financeiro, uma vez que o fundo aplica seus recursos em diferentes ativos – títulos de renda fixa, títulos de

---

pluralidade de sócios como elemento essencial, ao propor, em seu artigo 192, a constituição de sociedade limitada por apenas um sócio.

<sup>66</sup> Adotamos, aqui, o conceito de “fim comum”, por entendermos, na linha do asseverado por Erasmo Valladão e Marcelo Von Adamek (2008, p. 117), ser superado o conceito de “*affectio societatis*”. Os autores, após apresentarem cinco contundentes críticas ao conceito, concluem: “Por tudo o que ficou exposto anteriormente, entende-se que o conceito de “*affectio societatis*”, elaborado para uma outra realidade, merece ser abandonado (ou, quando menos, relegado a quadrante meramente descritivo); a sua superação, na realidade, já deveria ter se dado quando da elaboração da teoria do contrato plurilateral, à qual já pôs às claras o fato de que, diferentemente dos contratos de escambo, no contrato de sociedade as parte têm não apenas interesses contrastantes, no ato de constituição, mas visam sobretudo um fim comum, e esse fim comum é o elemento de convergência das manifestações de vontade dos sócios. (...). Neste contexto, a insistência da doutrina pátria em continuar a falar em *affectio societatis* constitui um autêntico retrocesso; uma involução”.

renda variável e outros ativos –, os quais possuem riscos diferenciados. Desse modo, a diversificação dos títulos adquiridos pelo fundo (carteira do fundo) possibilita reduzir o risco de sofrer perdas com os investimentos. (LIMA, 2007, p. 468).

E mais, a par dos direitos financeiros decorrentes de sua qualidade de cotista, o investidor também passa a exercer direitos políticos, cooperando, ainda que de forma limitada, para a consecução dos fins pretendidos pelo fundo. Com efeito, cabe ao cotista, na assembleia geral e desde que observado o quorum exigido, aprovar as demonstrações financeiras, podendo, até mesmo, alterar a política de investimento do fundo, o seu regulamento e destituir o seu administrador, gestor ou custodiante.

Em relação à necessidade de aporte financeiro, mesmo sendo constituído apenas pela vontade do administrador, o fundo de investimento só poderá operar, sob pena de cancelamento de seu registro, quando o seu patrimônio líquido médio diário for superior a R\$ 1 milhão – se aberto – ou quando houver sido subscrito um número mínimo de cotas representativas de seu patrimônio inicial – se fechado.

Portanto, ainda que possa ser constituído independentemente de aporte inicial, o fundo de investimento exige, para o seu funcionamento, a constituição de um patrimônio, sob pena de extinção. E por “contribuição”, aqui, entenda-se apenas a pecuniária, já que a contribuição com serviço é vedada. E é natural que assim se dê, afinal o objetivo do fundo é investir recursos em uma atividade exercida pelo administrador, não fazendo sentido, assim, que se permitisse a integralização da cota por meio de serviços.

Por fim, a participação nos resultados. O fundo de investimento tem por finalidade última a geração de lucro e a sua proporcional distribuição ao cotista. Sobre o ponto, Ricardo de Santos Freitas:

A ideia de partilha de resultados assume aqui uma importância máxima. Nos fundos abertos os resultados gerados, positivos ou negativos, incorporam-se automaticamente no valor da cota, podendo ser objeto de disposição pelos cotistas através do resgate. Nos fundos fechados, subtrai-se do cotista o direito de resgate, reservando-se a partilha dos resultados para o momento do seu encerramento, ou para distribuições intermediárias previstas no regulamento. O fácil e rápido acesso à apropriação para si dos resultados é eliminado, mas nem por isso sua partilha ao término da existência do fundo deixa de ser mandatária. (FREITAS, 2006, p. 216).

E não apenas participação nos lucros. Nos fundos de investimento, o cotista é responsável não só pela integralização do valor correspondente à sua cota, como, ainda, por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo, nestes casos, da responsabilidade do administrador ou do gestor.

Estando presentes, portanto, todos os elementos caracterizadores de uma sociedade, pode-se afirmar ser esta a natureza dos fundos de investimento no Brasil. Mas, se de sociedade se trata, qual seria o seu tipo?

O Código Civil disciplina cinco tipos societários à escolha dos sócios de sociedade empresária, cada um deles com regras próprias em relação à responsabilidade dos sócios pelas obrigações sociais (limitada ou ilimitada), a saber: limitada, anônima, em nome coletivo, em comandita simples e em comandita por ações. O parágrafo único de seu artigo 983, contudo, admite a existência de outros tipos societários, regulamentados por leis especiais que, “para o exercício de certas atividades, imponham a constituição de sociedade segundo determinado tipo”.<sup>67</sup>

Aliás, é essa referência à lei especial, associada à completa inadequabilidade dos fundos de investimento aos tipos acima elencados, que leva parte da doutrina a classificá-los como sociedades em comum. Nesse sentido, Sérgio Mourão Corrêa Lima e Vinícius Rodrigues Pimenta:

Tendo em vista que os fundos englobam recursos comuns, destinados à aplicação em certos e específicos títulos ou valores mobiliários; que os investidores adquirem e se tornam titulares das cotas dos fundos; que o patrimônio dos fundos pertence aos investidores, na medida em que não têm personalidade jurídica; que a gestão dos recursos é feita conforme o interesse dos investidores, pode-se concluir que os fundos de investimento são sociedades de fato; formadas por investidores (sócios), que exercem propriedade em comum (condomínio) sobre o dinheiro. (LIMA; PIMENTA, 2011, p. 659-660).

---

67 Discorrendo sobre a (a)tipicidade dos negócios societários, Marcelo Andrade Féres (2011, p. 51-66) formula a seguinte indagação: “(...). Cumpre perquirir se o ordenamento admite como sociedade apenas aquelas típicas ou também se compadece de figuras que, apesar de atípicas, enquadram-se na moldura negocial societária?”. É sua a conclusão: “Por fim, em sede de arremate, pode-se dizer que, apesar das divergências doutrinárias, não existindo vedação expressa numa ordem jurídica, não se pode negar à autonomia das partes a possibilidade de formatação de negócios societários atípicos. (...)”.

Sociedades em comum, também, os fundos de investimento não são. É que, mesmo com a ausência de personalidade jurídica e a existência de um patrimônio especial como elementos identificadores, aos fundos de investimento faltam dois dos mais relevantes aspectos caracterizadores dessa sociedade: a responsabilidade ilimitada e solidária de todos os sócios e a ausência do benefício de ordem para o sócio que contratou em seu nome.<sup>68</sup>

Os autores que reconhecem na sociedade em comum a natureza jurídica dos fundos de investimento emprestam à norma positivada no parágrafo único do artigo 983 do Código Civil uma interpretação oitocentista do princípio da separação dos poderes, reconhecendo na expressão “leis especiais” apenas os atos emanados do Poder Legislativo e nada mais.

Mário Tavernard Martins de Carvalho (2012, p. 197) bem resume o pensamento dessa corrente: “Não seria possível interpretar de maneira ampliativa a expressão ‘lei especial’. Este é um termo jurídico que se refere exatamente a leis externas, *in casu*, ao Código Civil, decorrente do devido processo legislativo (art. 59 da Constituição da República). Instruções normativas não são leis, prestando-se exclusivamente a regulamentá-las, quando for o caso. Além disso, a lei especial deve, de maneira expressa, referir tratar-se de sociedade, até mesmo por representar uma inovação e um tipo específico”.

Com Georges Ripert, entendemos estar equivocado o entendimento: “quando o direito ignora a realidade, a realidade se vinga ignorando o direito”. É feliz a lição de Odete Medauar, que merece ser aqui transcrita integralmente:

---

68 A expressão é de Tepedino (2001, p. 55), ao comentar o artigo 990 do Código Civil: “Este artigo apresenta dois dos mais importantes aspectos da sociedade em comum, quais sejam, a responsabilidade solidária e ilimitada de todos os sócios e a ausência de benefício de ordem especificamente para o sócio que contratou em seu nome, em relação às obrigações assumidas no interesse coletivo”. Marcelo Andrade Féres (2011, p. 89-96/103) afirma ser a transitoriedade o elemento caracterizador das sociedades em comum, característica que bem as divisa dos fundos de investimentos. São suas as palavras: “Pois bem, primeiramente, note-se o caráter transitório do regime da sociedade em comum, isso é, constitui uma etapa que antecede o registro dos atos constitutivos das sociedades contratuais. (...). Tais contornos epistemológicos acarretam a conclusão de que a sociedade em comum, que veio a ser regulada pelo Código Civil de 2002, é o regime jurídico das sociedades contratuais em organização. (...). A sociedade em comum não é um tipo em si. É, sim, o regime que atua durante a fase de constituição das sociedades contratuais”. O autor reconhece essa transitoriedade até mesmo em relação ao patrimônio especial: “Pode-se dizer, destarte, que o patrimônio especial da sociedade em comum é um esboço daquilo que virá a ser o patrimônio da sociedade personificada após o respectivo registro. Cuida-se de um núcleo permeável, como assinalado, de direitos e obrigações, mas que, após a inscrição registral, passa a contar com melhores balizas”. Os fundos de investimento, a seu turno, conquanto tenham um termo final – afinal, a realização do lucro é o seu objetivo principal – não constituem uma etapa para a constituição de um tipo societário. Eles são um fim em si mesmos, ou seja, são tipos societários completamente constituídos e com regime jurídico próprio e imutável.

Hoje, embora na maioria dos ordenamentos se mantenha o princípio da separação dos poderes, a fórmula originária não se ajusta totalmente à realidade político-institucional dos Estados. Alguns dados demonstram isso. Com o advento do Executivo eleito diretamente, não mais se justificaria a supremacia do Legislativo, pois haveria a situação de opor representantes do povo contra representantes do povo. Por outro lado, a ampliação das funções e a exigência contínua de adoção de medidas no âmbito econômico e social impõem atuação mais rápida, portanto, incompatível com a lentidão do processo legislativo. Daí a supremacia real do Executivo em todos os países na atualidade; o Executivo passou a ter atividade legiferante intensa, inclusive por atribuição constitucional de poder legislativo, como é o caso das medidas provisórias. Além do mais, verifica-se, neste século XXI, realidade dotada de maior complexidade em relação à época de Montesquieu: muitas instituições são dificilmente enquadráveis em algum dos três clássicos poderes, como é o caso do Ministério Público e dos Tribunais de Contas. (MEDAUAR, 2014, p. 43).

Esse entendimento não é novo. A hipertrofia do Poder Executivo e a difusão multiforme do fenômeno da normatização já vinham sendo consagrados mais de uma década antes da promulgação da Constituição de 1946, como ressaltava Mirkine-Guetzévitch, no longínquo ano de 1933:

A tendência das recentes revisões constitucionais nos Estados da Europa nova aponta para um reforçamento do Executivo. É o primado político (e não constitucional) do Executivo... Ao lado da ação legislativa que exerce, sob o ponto de vista político, o Executivo moderno, há outros meios de realização do programa (de governo) – pela via administrativa. Nas condições da vida atual, um decreto, um regulamento, uma disposição apresentam por vezes mais elementos de realização do programa que uma lei, uma medida legislativa. (MIRKINE-GUETZÉVITCH apud SIQUEIRA CASTRO, 2006, p. 58).

Há que se fazer, então, uma distinção entre “função legislativa” – essa, sim, privativa do Poder Legislativo – e “função normativa”, de edição de preceitos primários, sobre a qual aquele Poder não exerce monopólio. Contestando a visão liberal daqueles que entendem por lei apenas atos emanados do Poder Legislativo, Eros Grau afasta qualquer violação ao princípio da legalidade ou da separação dos poderes na edição de atos primários pelo Executivo:

Voltando ao art. 5º, II, do texto constitucional, verificamos que, nele, o princípio da legalidade é tomado em termos relativos, o que induz a conclusão de que o devido acatamento lhe estará sendo conferido quando – manifesta, explícita ou implicitamente, atribuição para tanto – ato normativo não legislativo, porém regulamentar (ou regimental), *definir obrigação de fazer ou*

*não fazer alguma coisa imposta a seus destinatários.* (GRAU, 2014, p. 242-243).

O que está reservado à lei formal – ato privativo do Poder Legislativo, portanto – e isso não diz respeito a princípio da legalidade propriamente dito, e sim ao princípio da reserva legal, são aquelas e somente aquelas matérias em que a Constituição assim exige:

Dizendo de outra forma: se há um princípio de reserva da lei – ou seja, se há matérias que só podem ser tratadas por lei –, evidente que as excluídas podem ser tratadas em regulamentos; quanto à definição do que está incluído nas matérias de reserva de lei, há de ser colhida no texto constitucional; quanto a tais matérias não cabem regulamentos. Inconcebível a admissão de que o texto constitucional contivesse disposição despicienda – *verba cum effectu sunt accipienda*.<sup>69</sup> (GRAU, 2014, p. 243).

E, quanto ao ponto, não há dúvidas: ao longo de nossa extensa Carta Constitucional, não há uma linha sequer exigindo lei formal para a constituição de tipos societários. Não havendo essa exigência, qualquer interpretação que leia, no parágrafo único do artigo 983 do Código Civil, a exigência de lei formal incorre em vício de inconstitucionalidade, não merecendo, assim, prosperar.

Frise-se, pois é importante: quando a norma fala em lei especial não está a exigir lei formal, ato emanado do Poder Legislativo. Por “lei especial”, portanto, devemos entender não só as leis emanadas daquele Poder, como também atos prolatados pelo Poder Executivo e seus entes, desde que legalmente autorizados a tanto:

Convém ressaltar, sem prejuízo do quanto acima sustentado, que, com a menção ao vocábulo lei, há de entender-se, já agora, não mais necessariamente a lei formal, dita ordinária, elaborada pelas Casas Legislativas dotadas de representação popular, por isso que, como sói acontecer hodiernamente a outras modalidades de atos normativos, sejam equiparados à lei formal, sejam a elas inferiores, mas editados com base nela, já se confere aptidão para reger o exercício das autonomias individuais, desde que respeitado, como antes se anotou, o núcleo fundamental das liberdades primárias tuteladas na Constituição. (SIQUEIRA CASTRO, 2006, p. 47).

---

69 No mesmo sentido, José Afonso da Silva (2014, p. 425): “Tem-se, pois, reserva de lei quando uma norma constitucional atribui determinada matéria exclusivamente à lei formal (ou a atos equiparados, na interpretação firmada na praxe), subtraindo-a, com isso, à disciplina de outras fontes, àquela subordinadas”.

E é bom que seja assim. “O dinamismo econômico determina necessidades e cria condições para que os indivíduos pactuem relações entre si com características inovadoras. Nasce, deste modo, como realidade jurídica, novas estipulações, acordos e comportamentos na vida mercantil”, que deverão ser regulamentados pelo Estado de “forma a conferir mais segurança jurídica às relações por ela geradas” (FREITAS, 2006, p. 201-202). E, certamente, essa atividade regulamentadora haverá de ser de tal modo eficiente que o conturbado processo legislativo pode não ser o instrumento mais eficaz para tanto. Nunca é demais lembrar que o nosso Código Civil tramitou por longos vinte e sete anos no Congresso Nacional até a sua publicação, em 2002.

E é em nome da eficiência da atuação estatal, que importa diretamente na legitimidade dos atos por ele emanados, que Alexandre Santos de Aragão expõe:

As leis continuam como elementos básicos da democracia popular (...), mas deve-se reconhecer-se que elas se transformaram numa política cada vez mais difícil, tornando indispensável o afinamento de uma teoria geral da regulação jurídica (...). É, de fato, importante notar como ‘de uma concepção de lei geral e abstrata de tradições liberais oitocentistas a uma legislação de caráter administrativo própria do Estado interventor, se esteja delineando uma tendência à expansão das normatizações setoriais, fruto de um ordenamento policêntrico e pluralista’.<sup>70</sup> (ARAGÃO, 2001, p. 403-404).

Esse fenômeno é bem traduzido por Boaventura de Souza Santos:

A pluralidade jurídica é o conceito chave de uma visão pós-moderna do direito. Não se trata apenas de pluralidade jurídica tradicional que concebe como nas entidades autônomas as diferentes ordens jurídicas que coexistem no mesmo espaço político, mas preferentemente de uma concepção de diferentes espaços

---

70 Sobre essa natureza pluralista do ordenamento, Siqueira Castro (2006, p. 37, nota 17): “A produção normativa levada a efeito por associações privadas e entidades de classe traduz o fenômeno da legislação pelos interessados, (...). Descreve-a, com judiciosidade, o eminente Ministro do Supremo Tribunal Federal Carlos Mario da Silva Velloso, ao expor: ‘(...) Chegamos ao ponto específico de nossa palestra, que é o que diz respeito à edição do ato normativo primário por associações ou entidades de direito privado. Falamos que a participação de associações privadas no processo de fazimento da lei, através dos grupos de pressão que os americanos denominam ‘lobby’, é de grande significação, a ponto de a lei americana exigir o registro dos ‘lobbystas’ no Congresso, sob pena de serem processados criminalmente. Mas a participação das pessoas privadas não fica somente na participação, através de grupos de pressão, no processo legislativo. Há casos em que a entidade privada emite o ato normativo primário. (...). Leciona Manoel Gonçalves Ferreira Filho, com apoio em Allen, que ‘no rol destas autoridades’ inscrevem-se as Igrejas, as Universidades, os Sindicatos e certas corporações, que... têm o poder de estabelecer normas a que devem obedecer os que com elas mantêm relações. (...)’”

jurídicos superpostos (...). Nós vivemos num tempo de legalidade porosa ou de porosidade jurídica, onde as múltiplas redes de ordens jurídicas nos forçam constantemente às transposições ou a transferências. (SANTOS apud SIQUEIRA CASTRO, 2006, p. 51, nota 47).

A questão está, portanto, menos em se saber se a edição desses atos é possível à luz do ordenamento constitucional e, muito mais, em se saber de que maneira, e sob que condições, a edição de atos normativos primários por poderes outros que não o Legislativo pode ser constitucionalmente aceita.<sup>71</sup> Especificamente em relação aos fins propostos por este trabalho, a questão está em se saber se instruções emanadas pela CVM podem inovar no ordenamento jurídico e, assim, instituir novos tipos societários.

Inexistindo, como acima se viu, qualquer norma constitucional a exigir lei formal para a instituição de tipos societários, resta saber se há delegação legal de competência para que a CVM regulamente a matéria. A resposta, como exposto em seção precedente, é afirmativa.

Com efeito, a Lei 6.385/76 afirma competir à CVM, em conjunto com o CMN, a regulamentação de uma série de atividades relacionadas à organização e ao funcionamento do mercado de valores mobiliários, entre elas (i) a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; (ii) a sua negociação e intermediação; (iii) a administração de carteiras e a custódia desses valores mobiliários; (iv) a expansão e o funcionamento eficiente do mercado de ações e (v) a proteção dos investidores do mercado; podendo, para tanto, editar atos normativos, precedidos, inclusive, de debate com os interessados.

A par disso, a lei ainda é expressa em submeter ao seu regime as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários, bem como quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, quando ofertados publicamente e gerarem direito de participação aos investidores.

Enfim, a CVM é a entidade responsável pela regulamentação e fiscalização de todo esse universo econômico, responsabilidade essa que, certamente, inclui o poder de expedir atos normativos primários, inclusive para a instituição de tipos societários que melhor se ajustem à

---

71 Quanto ao ponto, a decisão cautelar proferida pelo STF na ADI 1.668-DF, afirmando a competência da Agência Nacional de Telecomunicações – ANATEL para expedir normas, desde que subordinada aos preceitos legais e regulamentares que regem a outorga, prestação e fruição dos serviços de telecomunicações no regime público e no regime privado.

exigência de um mercado cada vez mais especializado, dinâmico e exigente. Mas, e é bom que isso fique assentado, esse poder de criar novos tipos societários está sujeito a uma ordem pública societária, que são “normas cogentes (...), de todo um conjunto de princípios e regras de observância compulsória, variável não só no tempo e no espaço, mas também em cada área do ordenamento jurídico”. (FÉRES, 2011, p. 71).

Marcelo Andrade Féres (2011, p. 71-72) traz como exemplos dessa ordem pública societária a vedação de cláusulas leoninas (como aquelas que excluem qualquer dos sócios da participação nos lucros ou nas perdas da sociedade) e o princípio da preservação dos interesses dos credores, que veda a instituição de novos tipos societários cujo regime de responsabilidade impeça a satisfação dos interesses destes. É de se dizer, os tipos societários que vierem a ser constituídos pela CVM não podem limitar a responsabilidade dos sócios ao ponto de violar lícitos direitos dos credores.<sup>72</sup>

E mais, na constituição desses novos tipos societários, haverão de ser observados os elementos caracterizadores das sociedades em geral e que foram acima descritos: a constituição do capital social, o fim comum e a coparticipação nos lucros e nas perdas. Vale dizer, pretendendo constituir um novo tipo societário, as características identificadoras do instituto devem estar presentes. Caso contrário, e essa crítica foi feita em relação àqueles que defendem a natureza *sui generis* do condomínio, estaríamos diante de uma sociedade *sui generis*, termo que, no nosso entender, diz pouco e, no pouco que diz, traz claro que de sociedade não trata.

Atente-se para a relevância da advertência. É que, reconhecendo-se o poder normativo da CVM, poder-se-ia admitir a possibilidade de esta autarquia, assim como se passa no direito comparado, constituir fundos de investimento sob a forma jurídica do *trust*. Na mesma linha intelectual, contudo, os seus elementos caracterizadores teriam de ser observados, sob pena de descaracterização total do instituto. E é aí que reside o problema: os fundos de investimento, ao menos na forma historicamente desenvolvida no país, têm elementos que vão de encontro aos

---

72 Talvez por isso, o autor admita a instituição de novos tipos societários somente quando não importar na criação de novas pessoas jurídicas, entendimento que vai ao encontro de todo o regime jurídico dos fundos de investimento que, à mingua de personalidade jurídica, bem resguarda o direito de credores ao impor a responsabilidade dos cotistas por eventual patrimônio negativo.

princípios basilares do instituto inglês. E essa diferença começa já na sua natureza, obrigacional nos fundos de investimento e real no *trust*.<sup>73</sup>

A Conferência Internacional realizada em Haia e o *Recognition of Trusts Act*, de 1986, contribuíram para bem delimitar os seus princípios essenciais: (i) os bens formam uma massa separada do resto do patrimônio do *trustee*; (ii) os bens ficam em nome do *trustee* e (iii) o *trustee* tem o poder (e o dever) de administrá-los de acordo com as condições estabelecidas no *trust*, sendo responsável pela sua gestão. (WALD, 1995, p. 105-120).

Conquanto neles estejam presentes o patrimônio especial e o dever de o administrador observar fielmente o que prevê o seu regulamento, nos fundos de investimento brasileiros não há a transferência de propriedade dos cotistas para os administradores, estando os ativos que compõem a sua carteira registrados, inclusive, em nome do fundo. A discussão acerca da dupla propriedade no direito brasileiro foi objeto de análise em passagem anterior desta dissertação.

Fosse sua intenção admitir em nosso ordenamento a constituição de verdadeiros *trusts*, o Estado brasileiro teria aderido à Convenção de Haia de 1985, o que não fez. Essa Convenção, visando ao reconhecimento internacional do instituto, buscou, por meio de uma interpretação ampliativa de suas normas, servir como referência à regulação de institutos a ele assemelhados no *civil law*, como a propriedade fiduciária, a qual, ainda que comungando dos mesmos valores, com ele não se confunde (NUNES, p. 42).<sup>74</sup> Também teria levado a cabo as infrutíferas tentativas

---

73 “Em sentido técnico, só se pode falar em propriedade fiduciária quando o vínculo que determina que o bem seja administrado em benefício de um terceiro é de natureza real, o que ocorre no caso do *trust* da Common law. No Direito inglês, o *trust* é um instituto da *real property law*. Nos sistemas de Direito Civil, esse campo corresponde à categoria dos direitos reais. A *property law* foi fortemente influenciada pela cultura jurídica medieval e dela provêm suas categorias e conceitos fundamentais, donde resulta a “diversa tessitura o grammatica” que a caracteriza (MOCCIA, 2004, p. 38)”. (OLCESE, 2015, p. 52).

74 Sobre as semelhanças entre a propriedade fiduciária e o *trust*, Orlando Gomes (1965, p. 13): “A dupla propriedade – característica do instituto – torna-o incompreensível, à primeira vista, por se chocar com o conceito de domínio predominante nos sistemas jurídicos de filiação romana. (...). Embora seja, de fato, inconcebível a dissociação da propriedade nos termos admitidos no direito inglês, pode-se naturalizar o instituto, considerando-se resolúvel a propriedade do fiduciário em relação aos imóveis, ainda tendo ele a faculdade de disposição, mas obrigado quanto aos móveis que alienar a sub-rogá-los”. Rafael Manhaes Martins (2013, p. 57), ao discorrer sobre a “aclimatação” do *trust* no Brasil, afirmar existir coincidência entre a propriedade fiduciária e o *trust* no que diz respeito aos valores informadores – fidejussão e segurança –, salientando ser a dupla propriedade elemento distintivo entre os dois: “Com isso, mesmo nesta pluralidade de situações de propriedade fiduciária espalhadas pelo ordenamento jurídico brasileiro, foi possível não apenas uni-los em uma categoria única, como encontrar os reflexos do *trust*. Nesse sentido, verificou-se que na propriedade fiduciária do Direito brasileiro encontram-se de forma implícita os mesmos valores que subjazem ao *trust* e que lhe conferem uma função relevante nas relações jurídicas hodiernas dos países que o reconhecem. E não é por outro motivo que a propriedade fiduciária, em especial na modalidade da alienação fiduciária em garantia, vem sendo o instrumento preferido em relação aos institutos

de incorporá-lo ao ordenamento positivo nacional, como foi o caso do Projeto de Código das Obrigações, de 1965. (OLCESE, 2015, p. 64).

A isso se soma um fundamento que se alinha ao que aqui se afirmou. É que, conquanto a Constituição da República não se refira à lei ao garantir o direito (artigo 5º, XXII),<sup>75</sup> o *status* de direito fundamental da propriedade impõe maiores garantias que as de outros direitos não fundamentais. Assim, qualquer restrição – ou, porque não dizer, a “desnaturação” do direito de propriedade tal como historicamente concebido – está a exigir lei formal, devidamente aprovada pelo Congresso Nacional. Resoluções da CVM não são, assim, meios idôneos a alterar a essência de direitos fundamentais, entre eles, por certo, o direito de propriedade.

Chegamos, assim, a uma única e inexorável conclusão: o fundo de investimento constitui-se em tipo societário específico, com características e regime jurídico próprios, instituído por normas regulamentadoras especiais, no caso a ICVM 555/2014 e outras que lhe são correlatas.<sup>76</sup> A correta delimitação do instituto passa pelo estudo dessas normas. São elas, portanto, a fonte primária de delimitação do controle neles exercido e da responsabilidade de seus administradores. Vamos, então, a elas, não sem antes pontuar as características específicas que diferem os fundos dos tipos societários em geral.

## 2.5 Características específicas

Vimos que os fundos de investimento têm as características gerais necessárias a toda e qualquer sociedade: a constituição de um capital social, a presença de um fim comum e a coparticipação nos lucros e perdas. Características há, ainda, que divisam essa forma de investimento coletivo das formas societárias em geral. São elas: (i) a ausência de personalidade

---

civilistas mais tradicionais. Por certo não é a propriedade fiduciária a única tentativa brasileira de “aclimatar” o *trust*, mas se trata da mais viável das alternativas ‘civilísticas’ para tanto”. A propriedade fiduciária, portanto, conquanto semelhante, não é a forma hábil de internalização do *trust* no ordenamento jurídico brasileiro.

75 Artigo 5º. (...). XXII – É garantido o direito de propriedade.

76 Ricardo de Santos Freitas (2006, p. 200) comunga do mesmo entendimento: “No que diz respeito às diversas espécies de fundos de investimento, podemos constatar que seus respectivos regimes jurídicos estão estabelecidos em normas legais emanadas pela CVM, por atribuição de competência conferida pelo Conselho Monetário Nacional, a tanto autorizado por lei, com fundamento em preceito autorizador insculpido na Constituição Federal. Assim, parece-nos correto considerar que o fundo de investimento é tipo econômico dotado de forma organizativa imposta por lei especial”.

jurídica; (ii) o âmbito de atividade restrito; (iii) a administração profissional e (iv) a distribuição pública de cotas.

### *2.5.1 Os fundos de investimento são sociedades despersonalizadas*

Os fundos de investimento são sociedades destituídas de personalidade jurídica<sup>77</sup> e, nisso, não há nenhuma novidade. Afinal, o Código Civil reconhece a existência de sociedades personificadas e não personificadas. Entre as primeiras, temos as sociedades limitada, anônima, em comandita simples ou por ações e a em nome coletivo. A sociedade simples, também criada pelo Código, enquadra-se nesse conjunto. Entre as despersonalizadas, lá estão as sociedades em comum e em conta de participação. CAMPINHO (2014, p. 64). E, em norma especial, os fundos de investimento.

A personalidade jurídica não é, portanto, elemento essencial para a caracterização de uma sociedade.<sup>78</sup> A sua ausência pode decorrer – e, nisso, a doutrina é unânime – da ausência de arquivamento de seus atos constitutivos no registro competente ou do seu registro em órgão indevido – como se passa com a sociedade em comum – ou por mera opção legislativa, seja pelo Código Civil – sociedade em conta de participação – seja por norma especial, caso dos fundos de investimento.

O que há na qualificação da sociedade empresária como pessoa jurídica são consequências precisas, relacionadas com a atribuição de direitos e obrigações ao sujeito de

---

77 Nesse ponto o trabalho difere das conclusões de Ricardo de Santos Freitas (2006, p. 156): “Estamos igualmente convencidos de que o conjunto de capacidades para o exercício de direitos e obrigações que a lei atribui aos fundos de investimento é suficiente para que se lhes reconheça a personalidade jurídica. A organização resultante deste conjunto de relações gera (...) a criação de um centro autônomo de decisões. Pode-se argumentar que este centro é extremamente limitado, mas nunca inexistente”.

78 Tanto que Maria Helena Diniz, ao classificar as sociedades em geral, o faz “quanto à personalidade jurídica”: “a) sociedades não personificadas – as que não arquivaram seus atos constitutivos no registro competente ou as que os registraram em órgão indevido. Essas sociedades não personificadas podem ser: sociedade em comum e sociedade em conta de participação; b) sociedades personificadas: são aquelas em que seu contrato ou estatuto social foi devidamente registrado em órgão competente, podendo ser sociedade simples, sociedade em nome coletivo, sociedade em comandita simples, sociedade limitada, sociedade anônima ou sociedade por ações e sociedade em comandita por ações e cooperativas.” (2012, p. 44).

direito nela encerrado. Entre essas consequências, duas se destacam: a titularidade obrigacional e a responsabilidade patrimonial.<sup>79</sup>

No momento em que se opera o assento do contrato social ou do estatuto no registro competente, a pessoa jurídica começa a existir, “passando a ter aptidão para ser sujeito de direitos e obrigações, a ter capacidade patrimonial, constituindo o seu patrimônio, que não tem nenhuma relação com os dos sócios, adquirindo vida própria e autônoma, não se confundindo com os seus membros, por ser uma nova unidade orgânica”. (DINIZ, 2012, p. 39).

O sistema organizacional desenhado pela ICVM 555/2014 vive bem sem essas consequências e a forma híbrida por ela concebida torna desnecessária essa atribuição de personalidade jurídica.

É bem verdade que o patrimônio do fundo a ele não pertence, mas sim aos cotistas, no limite de sua participação. Isso, contudo, não o impede de adquirir vida própria e autônoma, não se confundindo, em momento algum, com os seus membros. É de se dizer: conquanto seja despidido de personalidade jurídica, o fundo de investimento constitui-se sim em uma nova unidade orgânica, não tendo os cotistas livre disposição sobre o seu patrimônio. Tanto que, por expressa disposição normativa, o registro, o depósito e a custódia dos bens que constituem a sua carteira devem ser realizados em contas específicas, abertas diretamente em nome do fundo. (ICVM 555/2014, art. 95, § 5º).

Isso decorre, em grande parte, se não em sua inteireza, da administração profissional desses fundos, sobre a qual discorreremos em tópico próprio. Por enquanto, pode-se adiantar que a ausência de personalidade não atribui aos cotistas maiores ingerências sobre o fundo e o seu patrimônio, que ficam a cargo de um administrador devidamente registrado na CVM.

---

79 A doutrina elenca uma série de outros efeitos. Rubens Requião (2015, p. 490-491) assim cataloga as mais expressivas: “1º) Considerar-se a sociedade uma pessoa, isto é, um sujeito ‘capaz de direito e obrigações’. Pode estar em juízo por si, contrata e se obriga. ‘A sociedade adquire direitos, assume obrigações e procede judicialmente, por meio de administradores com poderes especiais, ou, não os havendo, por intermédio de qualquer administrador’. É o dispositivo do art. 1.022 do Código Civil, estabelecendo a legitimidade contratual, a responsabilidade patrimonial e a legitimidade processual da sociedade personificada. 2º) Tendo a sociedade, como pessoa jurídica, a individualidade própria, os sócios que a constituírem com ela não se confundem, não adquirindo por isso a qualidade de comerciantes. (...). 3º) A sociedade com personalidade adquire ampla autonomia patrimonial. O patrimônio é seu, e esse patrimônio, seja qual for o tipo de sociedade, responde ilimitadamente pelo seu passivo. 4º) A sociedade tem a possibilidade de modificar a sua estrutura, quer jurídica, com a modificação do contrato adotando outro tipo de sociedade, quer econômica, com a retirada ou ingresso de novos sócios, ou simples substituição de pessoas, pela cessão ou transferência de parte do capital”.

Essa administração profissional, no entanto, não afasta a principal consequência da ausência da personificação: os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento ou em Instruções da CVM. (ICVM 555/2014, art. 15).

Ou seja, mesmo afastados da administração do fundo e não tendo qualquer ingerência direta sobre os seus bens, os cotistas deverão de responder além do que lhe aportaram por eventual patrimônio negativo do fundo. E isso, é bom que se diga, não fere o nexo de causalidade exigido para a configuração da responsabilidade.

Poder-se-ia pensar, em um primeiro momento, que, por não exercerem qualquer ingerência na administração do fundo, essa responsabilização violaria o nexo necessário à sua configuração. Não se pode perder de vista, porém, que, mesmo aliados da administração diária, aos cotistas compete, em assembleia geral, aprovar as demonstrações contábeis apresentadas pelo administrador (ICVM 555/2014, art. 66), fato mais do que suficiente para a fixação da causalidade. São eles, ao final, que dão a última palavra nas questões contábeis do fundo.

E de que forma se dá essa responsabilização? Seria ela solidária tal como em outras sociedades despersonificadas, a sociedade em comum, por exemplo? Entendemos que não.

É que a solidariedade não se presume, decorrendo de lei ou da vontade das partes. A afirmação é legal. E, ao longo de toda a ICVM 555/2014, não há uma linha sequer consagrando a solidariedade, quer entre os cotistas, quer entre estes e o próprio fundo.

Ao revés, a responsabilidade dos cotistas é sempre subsidiária em relação ao fundo. Essa é a inteligência da definição de patrimônio líquido consagrada na Instrução. Com efeito, ela o define como “a diferença entre o total do ativo realizável e do passivo exigível” (ICVM 555/2014, art. 2º, XXXVII). E, sendo assim, só pode esse patrimônio ser negativo quando o ativo não for suficiente para cobrir o passivo, o que faz crer ser o patrimônio vinculado ao fundo o principal e primeiro garantidor de suas dívidas. Só quando este estiver esgotado, e persistir ainda passivo exigível, é que se pode falar em responsabilização de seus cotistas.

E, mesmo que a Instrução não imponha limites a essa responsabilização – ela fala apenas em “obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo” (ICVM

555/2014, art. 25, II, “d”) –, entendemos que a responsabilidade do cotista por esse patrimônio negativo haverá de observar o percentual por ele titularizado em relação ao patrimônio do fundo no momento de sua realização, conclusão que, aliás, decorre da própria ausência de solidariedade. Assim, sendo o cotista titular de cotas que representam, por exemplo, 10% do patrimônio do fundo no momento de sua realização, havendo passivo exigível, a sua responsabilidade estará adstrita aos mesmos 10% desse passivo. Nada mais.

### *2.5.2 O âmbito de atuação restrito dos fundos de investimento*

Outra característica que divisa os fundos de investimento dos demais tipos societários é a limitação de seu objeto.

Com efeito, uma sociedade, para ser empresária, haverá de exercer profissionalmente uma atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens e serviços.<sup>80</sup> Só há uma limitação: há de ser uma atividade legal. Assim, desde que observados esses requisitos, uma sociedade, seja de que tipo for, pode exercer as mais variadas atividades admitidas pela realidade econômica. O céu – e a lei – são os limites.

Associando o conceito de atividade empresária àquela exercida pelos fundos de investimento, Ricardo de Santos Freitas pontua:

Temos aqui novamente um tratamento uniforme estabelecido pelo regime jurídico das diversas espécies de fundo. Qualquer delas que se examine nos mostrará que a estrutura organizacional ali delineada deve obrigatoriamente desenvolver atividade econômica, como objeto principal. Como é natural, cada espécie tem por objeto a promoção de uma atividade econômica específica, ainda que, por vezes, algumas possam se assemelhar. O fundo, em cumprimento às disposições de seu regulamento e em obediência às disposições da lei especial a ele aplicável, deverá promover o investimento em determinado seguimento da economia. Recentemente, tem sido comum a constituição de fundos voltados a causas sociais, como, por exemplo, fundos de investimento incentivadores da ecologia e da biodiversidade. Nem por isso, poderíamos dizer que tais estruturas não se destinem ao desenvolvimento de atividade econômica. Simplesmente o fazem, agregando-lhe uma visão social. (FREITAS, 2006, p. 212).

---

80 “Se é certo que o nosso Código Civil de 2002, em vigor desde janeiro de 2003, não conceituou a empresa, fazendo-o apenas em relação ao empresário, no art. 966, segundo o qual: ‘Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços’, (...)”. (DE LUCCA, 2009, p. 316).

Não há dúvidas: os fundos de investimento exercem, de forma profissional (sobre isso discorreremos na seção seguinte), uma atividade econômica organizada (a complexidade de sua estrutura organizacional é o objeto principal da ICVM 555/2014), para a produção ou circulação de bens ou serviços, dependendo, aí, do ativo financeiro que componha a sua carteira.

E é justamente esse ativo financeiro que afasta os fundos de investimento dos tipos empresariais em geral. De maneira diversa do que ocorre com as outras sociedades empresárias, os fundos de investimento têm âmbito de atuação restrito, devendo manter o seu patrimônio aplicado nos seguintes ativos, desde que registrados em instituições devidamente autorizadas pelo Banco Central ou pela CVM (ICVM 555/2014, art. 95, *caput* e §1º):

- (i) títulos da dívida pública;
- (ii) contratos derivativos;
- (iii) desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro e de autorização pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, que não os referidos na alínea (iv);
- (iv) títulos ou contratos de investimento coletivos, registrados na CVM e ofertados publicamente, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros;
- (v) certificados ou recibos de depósitos emitidos no exterior com lastro em valores mobiliários de emissão de companhia aberta brasileira;
- (vi) o ouro, ativo financeiro, desde que negociado em padrão internacionalmente aceito;
- (vii) quaisquer títulos, contratos e modalidades operacionais de obrigação ou coobrigação de instituição financeira; e
- (viii) *warrants*, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, títulos ou certificados representativos

desses contratos e quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais desde que expressamente previstos no regulamento.<sup>81</sup>

E mesmo em relação a esses ativos financeiros, o administrador do fundo de investimento não tem ampla liberdade para investir. A Instrução impõe limites quanto ao emissor e à respectiva modalidade de ativo financeiro.

Sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe,<sup>82</sup> os fundos deverão observar os seguintes limites de concentração do seu patrimônio líquido por emissor:<sup>83</sup> (i) até 20% de instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central; (ii) até 10% de companhias abertas; (iii) até 10% de fundos de investimento e (iv) até 5% de pessoa natural ou pessoa jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central. (ICVM 555/2014, art. 102).

Além dessas limitações, o fundo não pode deter mais de 20% de seu patrimônio líquido em títulos e valores mobiliários de emissão do administrador, do gestor ou de empresas a ele coligadas, registrando que, em relação ao administrador, só é admitida a aquisição de ações por ele emitidas quando o fundo tenha como política de investimento reproduzir índice de mercado do qual suas ações ou de companhias a ele ligadas façam parte, caso em que tais ações só podem ser adquiridas na mesma proporção de sua participação no respectivo índice.<sup>84</sup>

---

81 A enumeração dos ativos financeiros é feita na ICVM 555/2014, em seu Artigo 2º, V. A ICVM 555/2014 inova, ainda, ao admitir o investimento em ativos financeiros no exterior, desde que tenham a mesma natureza econômica dos ativos financeiros no Brasil e haja expressa autorização no respectivo regulamento (Artigo 98 e seguintes da ICVM 555/2014).

82 As diferentes classes de fundos serão objeto de estudo em seção própria.

83 Qualifica-se como emissor a pessoa natural ou jurídica, o fundo de investimento e o patrimônio separado na forma da lei, obrigados ou coobrigados pela liquidação do ativo financeiro, considerando-se como de um mesmo emissor os ativos financeiros de responsabilidade de emissores integrantes de um mesmo grupo econômico, assim entendido o por ele composto e por seus controladores, controladas, coligadas ou com ele submetidos a controle comum. Tendo em vista os estreitos limites dessa dissertação, não nos debruçaremos mais detidamente no conceito desses institutos. Ficaremos, aqui, com a conceituação legal apresentada pela Instrução CVM 555/2014, Artigo 102, § 1º: (...). III – considera-se controlador o titular de direitos que assegurem a preponderância nas deliberações e o poder de eleger a maioria dos administradores, direta ou indiretamente; IV – consideram-se coligadas as sociedades nas quais a investidora, direta ou indiretamente, tenha influência significativa na investida; V – considera-se que há influência significativa quando a investidora, direta ou indiretamente, detém ou exerce o poder de participar das decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la; VI – presume-se, a menos que possa ser claramente demonstrado o contrário, que há influência significativa quando a investidora, direta ou indiretamente, for titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la.

84 ICVM 555/2014, Artigo 102. (...). § 8º. Não se submetem aos limites de que trata este artigo as operações compromissadas: I – lastreadas em títulos públicos federais; II – de compra, pelo fundo, com compromisso de revenda, desde que contem com garantia de liquidação por câmaras ou prestadoras de serviços de compensação e de

E mais, cumulativamente a esses limites por emissor, e desde que observadas as normas aplicáveis a cada classe, os fundos devem levar em consideração os seguintes limites de concentração por modalidade de ativo financeiro (ICVM 555/2014, art. 103):

- (i) até 20% de seu patrimônio líquido para o conjunto dos seguintes ativos:
  - a. cotas de fundos de investimento;
  - b. cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento;
  - c. cotas em fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados;
  - d. cotas em fundos de investimento em cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados;
  - e. cotas de Fundos de Investimento Imobiliário – FII;
  - f. cotas em Fundos de Investimento em Direito Creditórios – FIDC;
  - g. cotas de Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direito Creditórios – FIC-FIDC;
  - h. cotas de fundos de índice admitidos à negociação em mercado organizado;
  - i. Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI; e
  - j. outros ativos financeiros não previstos nos incisos II e III do artigo 103 da Instrução CVM 555/2014.
- (ii) dentro desse limite de até 20%, até 5% do patrimônio líquido do fundo para o conjunto dos seguintes ativos:
  - a. cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados – FIDC-NP;
  - b. cotas de Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados – FIC-FIDC-NP;

---

liquidação autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM; e III – de vendas a termo, referidas no art. 1º, inciso V, do Regulamento Anexo à Resolução n. 3.339, de 2006, do Conselho Monetário Nacional. Por operações compromissadas devemos entender aquelas em que o vendedor assume o compromisso de recomprar os títulos que “emprestou” em uma data futura pré-definida e com o pagamento de remuneração pré-estabelecida. As operações compromissadas ocorrem quando há o compromisso de realizar uma operação contrária àquela que realizou, ou seja, se o banco vendeu, ele se compromete a comprar de volta, ou, se comprou, se compromete a vender. Note que uma operação compromissada representa um empréstimo de uma das partes para a outra, com o “lastro” ou a “garantia” de um título.

c. cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores profissionais; e

d. cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores profissionais.<sup>85</sup>

Vê-se, assim, que a norma regulamentadora dos fundos de investimento impõe uma série de restrições aos ativos financeiros que compõem a sua carteira, não só limitando a atuação do administrador – limitação essa estranha a outros tipos societários –, como, ainda, impondo-lhe o dever de acompanhamento diário desses limites, sob pena de sua responsabilização. (ICVM 555/2014, art. 104).

### 2.5.3 A administração profissional

Uma característica marcante dos fundos de investimento e que bem os divisa de outros tipos societários é a dissociação entre a propriedade e o seu controle. Ao menos, em regra.<sup>86</sup>

É que os fundos de investimento são constituídos por deliberação de um administrador, sem a existência de um único cotista sequer, cabendo-lhe não só aprovar o seu regulamento como, ainda, tomar as decisões diárias e efetivas do fundo. A ele compete, ao final, o poder-função administrativo, no qual os cotistas não participam diretamente. Aqui, portanto, a administração é confiada a um terceiro.

E vale registrar: nele, não há, tal como ocorre com as sociedades anônimas em geral, um conselho de administração ou uma diretoria, o que faz com que o seu controle não se funda exclusivamente na propriedade da cota. É bem verdade que, no limite de sua autonomia privada – afinal, a Instrução não os veda –, nada impede que o regulamento disponha sobre a constituição desses órgãos, contudo com natureza eminentemente consultiva, “não podendo jamais ‘impor’

---

85 A Instrução, contudo, não impõe limites de concentração para as seguintes modalidades de ativo financeiro: (i) títulos públicos federais e operações compromissadas lastreadas nestes títulos; (ii) ouro, desde que adquirido ou alienado em negociações realizadas em mercado organizado; (iii) títulos de emissão ou coobrigação de instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central; (iv) valores mobiliários diversos daqueles previstos no item (i) acima, desde que objeto de oferta pública registrada na CVM; (v) notas promissórias, debêntures e ações, desde que tenham sido emitidas por companhias abertas e objeto de oferta pública e (vi) contratos derivativos, exceto se referenciados nos ativos listados nos itens (i) e (ii) acima.

86 Faz-se essa afirmação já que não há qualquer impedimento de que o administrador seja também um cotista. O tema será melhor desenvolvido em seção subsequente.

qualquer diretriz ao administrador do fundo, ou ‘determinar’ a orientação dos negócios, tal qual o conselho de administração numa sociedade anônima”. (FREITAS, 2006, p. 219).

Esse administrador terá, necessariamente, de ser uma pessoa jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários (ICVM 555/2014, art. 78, § 1º), um ente personalizado com centro de interesses próprios e, em geral, forte poder econômico, já que a larga maioria dos fundos é administrada por instituições financeiras.

Para se ter uma ideia do que aqui se afirma, listamos as dez maiores instituições administradoras que atuam no mercado brasileiro, com o respectivo percentual de mercado: BB DTVM S/A (20,2%); Itaú Unibanco S/A (14,8%); Bradesco (11,6%); Caixa (8,4%); Banco Santander (Brasil) S/A (6%); BEM (6%); BTG Pactual (5,6%); INTRAG (4,3%); NY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A (3,4%) e Credit Suisse Hedging-Griffo Cor Val S/A (2,7%).<sup>87</sup>

E é justamente essa característica econômica que torna os fundos, ao menos em tese, menos suscetíveis a fatores externos de controle, como o endividamento.<sup>88</sup> Afinal, sendo administrados, muitas das vezes, por grandes grupos financeiros, são eles menos dependentes da oferta de crédito e de pressões de credores – públicos ou privados – do que grandes grupos empresariais, especialmente no Brasil, onde a busca por crédito subsidiado fez dos bancos de fomento e dos fundos de pensão parceiros essenciais – e preferenciais – na capitalização societária.<sup>89</sup>

---

87 Referência Novembro/2015. Fonte: Anbima, in <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/rankings/fundos-de-investimento/administradores/Pages/default.aspx>. Consulta em 28/12/2015.

88 Sobre controle externo, Comparato (2014, p. 77-78): “Há várias décadas, desde uma célebre decisão de Benjamin Cardozo, a jurisprudência norte-americana reconhece que, na sociedade anônima, ‘uma influência dominante pode ser exercida por meios diversos do voto. (...) Há, assim, em primeiro lugar, toda uma série de hipóteses em que o controle externo resulta de uma situação de endividamento da sociedade. Em razão do seu direito de crédito, cuja execução forçada pode levar a companhia à falência, o credor passa, muitas vezes, a dominar a devedora, comandando a exploração empresarial”.

89 Entre as 397 empresas listadas na BM&F Bovespa, a União detinha participação em 10, o BNDESPar em 37, a Previ em 36, o Governo do Estado de São Paulo em 5 e o de Santa Catarina em 2. Fonte: Isto é Dinheiro. Disponível em: <<http://www.terra.com.br/istoedinheiro-temp/edicoes/573/imprime102835.htm>>. Acesso em: 28 dez. 2015.

Ricardo de Santos Freitas, contudo, alerta:

Mas parece natural que, com maior frequência, nos deparemos com as situações extremas, pois de um lado temos nos fundos de pensão, hoje, um investidor peso-pesado, a movimentar gigantescas cifras e a negociar com os administradores profissionais condições especialíssimas para ‘moldar’ o regulamento do fundo às suas necessidades, dentro do campo da autonomia privada que o legislador lhes confere, e, no extremo oposto temos administradores peso-pesado de fundos de investimento, que administram quantias exuberantes em centenas de fundos, alguns deles com dezenas de milhares de cotistas, os quais confiam na capacidade técnica do administrador de bem investir e não exercem os direitos políticos que a cota lhes confere. (FREITAS, 2006, p. 225).

Essa imunidade, todavia, não reverbera da mesma forma em relação ao controle interno: mesmo idealizando e constituindo o fundo, o administrador pode ser substituído por decisão assemblear, que tem competência, inclusive, para alterar a sua política de investimento (ICVM 555/2014, art. 66). Isso, contudo, não afasta a exigência da administração profissional, já que o novo administrador também haverá de ser uma pessoa jurídica devidamente registrada na CVM.

#### *2.5.4 A necessidade de um distribuidor das cotas*

Enfim, a última das características que lhe são específicas: a distribuição de suas cotas haverá de ser realizada por um distribuidor, intermediário contratado pelo administrador em nome do fundo.

As cotas de um fundo de investimento, isso foi visto em seção precedente, são consideradas, por lei, valores mobiliários e, nessa qualidade, a circulação econômica é da sua natureza. Mas, quando se trata de um fundo de investimento, essa circulação somente poderá ser feita por instituições habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição, responsáveis, também, pela divulgação de todo o material com as informações necessárias sobre o fundo (ICVM 555/2014, art. 17 e ss.). Desde que devidamente habilitado nesse sistema, o próprio administrador pode exercer o papel de distribuidor.

E, aqui, uma importante distinção: não estando as cotas de um fundo aberto sujeitas à circulação, a sua distribuição independe de autorização da CVM. Ao revés, sendo admitida a

negociação nos fundos fechados, a sua circulação depende, em regra, de prévio registro na CVM e da observância das normas específicas que regulam as ofertas públicas em geral.

Por fim, quando se fala em distribuidor, não se está falando em exclusividade dessa distribuição, que pode ser exercida por uma infinidade de instituições, a critério do administrador.

## 2.6 Classes

Com a ICVM 555/2014, a CVM acatou diversas propostas dos operadores de mercado, racionalizando e simplificando a classificação dos fundos, que passou a refletir a natureza dos ativos que podem por eles ser adquiridos e o principal fator de risco de sua carteira. Houve, assim, uma redução das sete classes previstas na ICVM 409/2004 – Curto Prazo, Referenciado, Renda Fixa, Ações, Cambial, Dívida Externa e Multimercado – para apenas quatro, a saber: Renda Fixa, Ações, Multimercado e Cambial.

O detalhamento de cada uma dessas classes levará em consideração a Nova Classificação de Fundos proposta pela ANBIMA,<sup>90</sup> classificação essa que buscou agregar as diversas opções de carteiras oferecidas de acordo com determinadas características de seu portfólio, as classes de ativos que compõem a sua carteira, seus prazos, riscos, estilos e estratégias de gestão.

Atenta, ainda, às necessidades de um universo cada vez mais heterogêneo e internacionalizado, essa classificação leva em consideração estruturas e características das classificações utilizadas globalmente, sem deixar de lado as particularidades do mercado brasileiro, com um propósito declarado: facilitar a comunicação, apoiando processos de distribuição, seleção, comparação, monitoramento e decisão de investimento.

A sua estrutura é hierárquica, buscando refletir a lógica do processo de investimento: a partir das necessidades, restrições e apetite ao risco de cada investidor, identifica-se, no primeiro nível, qual é a classe de ativos mais adequada, adotando-se, aí, uma das quatro referidas na ICVM 555/2014. O segundo nível estimula a reflexão sobre quais são os riscos que o investidor estaria disposto a correr, o que impacta no grau de responsabilidade do fundo por eventuais

---

<sup>90</sup> Disponível em: < <http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/nova-classificacao-de-fundos/Pages/default.aspx>>. Acesso em: 2 jan.2016.

prejuízos. Por fim, no terceiro nível, é possível avaliar as estratégias que melhor se moldam às necessidades e objetivos específicos do investidor. Vamos a elas.

### 2.6.1 Renda Fixa

Os fundos classificados como Renda Fixa são aqueles que têm como objetivo buscar retorno por meio de investimentos em ativos de renda fixa (sendo aceitos títulos sintetizados por meio do uso de derivativos), inclusive os emitidos no exterior, admitindo-se estratégias que impliquem risco de juros, índices de preços, ou ambos (ICVM 555/2014, art. 109). Exclui-se de sua estratégia de investimento, portanto, qualquer exposição a rendas variáveis, como as ações.

São classificados em Simples, Indexados (passivos), Ativos e de Investimento no exterior.

São considerados Fundos Renda Fixa Simples aqueles que, cumulativamente, (i) tenham, no mínimo, 95% de seu patrimônio líquido representado, isolada ou cumulativamente, por (a) títulos da dívida pública federal, (b) títulos de renda fixa de emissão ou coobrigação de instituições financeiras que possuem classificação de risco, no mínimo, equivalente àqueles atribuídos aos títulos da dívida pública federal e (c) operações compromissadas lastreadas em títulos da dívida pública federal ou em títulos emitidos por instituições que também possuam classificação de risco equivalente àqueles títulos; (ii) realizem operações com derivativos exclusivamente para fins de proteção da carteira (*hedge*); (iii) constituam-se sob a forma aberta (em que o resgate é admitido) e (iv) prevejam, em seu regulamento, que todos os documentos e informações a eles relacionados sejam disponibilizados aos cotistas, preferencialmente, por meio eletrônico.

Os Fundos Renda Fixa Indexados (passivos) têm como objetivo seguir as variações de indicadores de referência (*benchmark*) do mercado de Renda Fixa, tais como a taxa de variação dos depósitos interfinanceiros, o popular CDI.

Já os Fundos Renda Fixa Ativos são aqueles que visam alcançar uma rentabilidade superior à do índice escolhido como referência (*benchmark*), ou que com eles não têm nenhum compromisso, excluídas as estratégias que impliquem exposição de moeda estrangeira ou de renda variável, como as ações. Esses fundos devem ser classificados conforme a sensibilidade a

alterações na taxa de juros (risco de mercado), medida por meio da duração média ponderada da carteira.<sup>91</sup>

Conforme a exposição ao risco de crédito, os Fundos Renda Fixa Ativos se dividem, ainda, em (i) soberanos (investem 100% em títulos públicos federais do Brasil); (ii) grau de investimento (investem no mínimo 80% da carteira em títulos públicos federais, ativos com baixo risco de crédito do mercado doméstico ou externo, ou sintetizados via derivativos, com registros em câmara de compensação) e (iii) crédito livre (autorizados a manter mais de 20% da sua carteira em títulos de médio e alto risco de crédito do mercado doméstico ou externo).

Por fim, os Fundos Renda Fixa de Investimento no Exterior são aqueles que objetivam investir ao menos 40% de seu patrimônio líquido em ativos financeiros no exterior. Classificam-se em Investimento no Exterior (investem em ativos financeiros no exterior em parcela igual ou superior a 40% do seu patrimônio líquido) e em Dívida Externa (que tem por objetivo investir no mínimo 80% de seu patrimônio líquido em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União).

### 2.6.2 Ações

Fundos em Ações são aqueles que possuem, no mínimo, 67% de sua carteira em ações à vista, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósito de ações, cotas de fundos de ações, cotas dos fundos de índice de ações e *Brazilian Depositary Receipts*, classificados como nível I, II e III. Aqui, o *hedge* cambial da parcela de ativos no exterior é facultativo ao gestor.

---

91 (i) duração baixa (*short duration*): fundos que objetivam buscar retornos investindo em ativos de renda fixa com duração média ponderada da carteira inferior a 21 dias úteis. Estes fundos buscam minimizar a oscilação nos retornos promovida por alterações nas taxas de juros futuros. Incluem-se nessas categorias os fundos que buscam retorno investindo em ativos de renda fixa remunerados à taxa flutuante em CDI ou Selic; (ii) duração média (*mid duration*): fundos que objetivam buscar retornos investindo em ativos de renda fixa com duração média ponderada da carteira inferior ou igual à apurada no Índice de Renda Fixa do Mercado (IRF-M) do último dia útil de junho. Estes fundos buscam limitar a oscilação nos retornos decorrentes das alterações nas taxas de juros futuros; (iii) duração alta (*long duration*): fundos que objetivam buscar retornos investindo em ativos de renda fixa com duração média ponderada da carteira igual ou superior à apurada no Índice de Mercado ANBIMA (IMA-Geral) do último dia útil de junho. Estes fundos estão sujeitos a maior oscilação nos retornos promovida por alterações nas taxas de juros futuros; (iv) duração livre: fundos que objetivam buscar retorno por meio de investimentos em ativos de renda fixa, sem compromisso de manter limites mínimo ou máximo para a duração média ponderada da carteira. As durações utilizadas como referências dessas categorias são atualizadas a cada ano, sempre com base no último dia útil de junho, valendo para os doze meses seguintes, ou quando o Comitê de Renda Fixa & Multimercados julgar necessário.

De acordo com o tipo de gestão, dividem-se em Indexados, Ativos, Específicos e Investimentos no Exterior.

Os Fundos de Ações Indexados seguem a mesma lógica dos Fundos Renda Fixa Indexados, tendo como objetivo replicar as variações de indicadores de referência do mercado de Renda Variável, geralmente o Ibovespa. Aqui, os recursos remanescentes em caixa devem estar investidos em cotas de Fundos Renda Fixa – Duração Baixa – Grau de Investimento ou em ativos permitidos a estes desde que preservadas as regras que determinam a composição da carteira do tipo ANBIMA.

E assim como se passa com os Fundos Renda Fixa, também aqui os Fundos de Ações Ativos buscam superar um índice de referência ou que em relação a ele não têm qualquer compromisso. A seleção dos ativos para compor a carteira deve ser suportada por um processo de investimento que busca atingir os objetivos e executar a política de investimentos definidos pelo fundo. Os recursos remanescentes em caixa devem estar investidos em cotas de Fundos Renda Fixa – Duração Baixa – Grau de Investimento ou em ativos permitidos a estes, desde que preservadas as regras que determinam a composição da carteira do tipo ANBIMA, exceção feita aos fundos classificados como Livre, especificados abaixo.

De acordo com a estratégia adotada, esses fundos classificam-se em:

(i) Valor/Crescimento: fundos que objetivam buscar retorno por meio da seleção de empresas cujo valor das ações negociadas esteja abaixo do “preço justo” estimado (estratégia de valor) e/ou aqueles com histórico e/ou perspectiva de continuar com forte crescimento de lucros, receitas e fluxos de caixa em relação ao mercado (estratégia de crescimento);

(ii) Setoriais: fundos que investem em empresas pertencentes a um mesmo setor ou conjunto de setores afins da economia, cujos critérios de escolha deverão ser explicitados em sua política de investimento;

(iii) Dividendos: fundos cuja carteira investe em ações de empresas com histórico de *dividend yield* (renda gerada por dividendos) consistente ou que, na visão do gestor, apresentem essa perspectiva;

(iv) *Small Caps*: aqueles cuja carteira de ações investe, no mínimo, 85% em ações de empresas que não estejam incluídas entre as 25 maiores participações do IBBrX – Índice

Brasil,<sup>92</sup> ou seja, ações de empresas com relativamente baixa capitalização de mercado. Os 15% remanescentes podem ser investidos em ações de maior liquidez ou capitalização de mercado, desde que não estejam incluídas entre as dez maiores participações do IBrX – Índice Brasil;

(v) Sustentabilidade/Governança: fundos que investem em empresas que apresentam bons níveis de governança corporativa, ou que se destacam em responsabilidade social e sustentabilidade empresarial no longo prazo, conforme critérios estabelecidos por entidades amplamente reconhecidas pelo mercado ou supervisionadas por conselho não vinculado à sua gestão. Também aqui os critérios adotados deverão ser explicitados em sua política de investimento;

(vi) Índice Ativo (*Indexed Enhanced*): são aqueles fundos que têm como objetivo superar o índice de referência do mercado acionário, utilizando, para tanto, as mais variadas estratégias de mercado;

(vii) Livre: fundos que não possuem obrigatoriamente o compromisso de concentração em uma estratégia específica, podendo qualquer ativo compor a sua carteira, desde que especificado em seu regulamento.

Os Fundos de Ações Específicos adotam estratégia de investimento ou possuem características específicas, tais como investimentos em ações de uma única empresa ou outros que venham a surgir. São classificados em Fundos Fechados de Ações (fundos de condomínio fechado regulamentados pela ICVM 555/2014), Fundos de Ações FMP-FGTS<sup>93</sup> (de acordo com a regulamentação vigente) e Fundos de Mono Ação (com estratégia de investimento em ações de apenas uma empresa).

Já os Fundos de Ações de Investimento no Exterior, como o nome sugere, são aqueles que objetivam investir em ativos financeiros no exterior parcela igual ou superior a 40% de seu patrimônio líquido, admitindo alavancagem.<sup>94</sup>

---

92 O IBrX - Índice Brasil é um índice de preços que mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro. Essas ações são ponderadas na carteira do índice pelo seu respectivo número de ações disponíveis à negociação no mercado. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IBrX&Idioma=pt-BR>>. Acesso em: 2 jan. 2016.

93 Fundos Mútuos de Privatização com recursos do FGTS são aqueles que aplicam esses recursos na aquisição de ações emitidas por empresas.

94 “Alavancagem é o processo pelo qual o investidor toma recursos emprestados a uma taxa que ele considera ser mais baixa que aquela a ser obtida no investimento que irá fazer. É uma forma de aumentar o ganho, tendo em conta

É interessante notar que esses fundos, quando adquirem ações de outras companhias, assumem a qualidade de verdadeiros acionistas e devem se submeter ao regime jurídico da Lei das Sociedades Anônimas. E, de acordo com a política de investimento prevista em seu regulamento, podem assumir uma postura passiva ou ativa ante a sociedade investida.

Como investidores passivos, buscam apenas auferir as vantagens que lhe podem proporcionar os valores mobiliários por eles titularizados, afastando-se, assim, da gestão da companhia. Equiparam-se aos investidores das companhias em geral.

Já os fundos ativos, a par dos direitos decorrentes desses valores mobiliários, assumem a condição de acionistas-empresendedores, objetivando a gestão da sociedade investida. O regime jurídico do controle eventualmente exercido por fundos de investimento não difere, na essência, de tudo o quanto já se discorreu sobre o exercício do controle das sociedades anônimas, que pode se dar pela aquisição de ações que integram o bloco de controle, por acordo de acionistas ou pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua gestão.<sup>95</sup> Os deveres e responsabilidades decorrentes do controle são aqueles elencados na LSA e serão objeto de estudo mais detalhado em seção específica.

### 2.6.3 *Multimercados*

Os Fundos Multimercados devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial. O *hedge* cambial da parcela de ativos no exterior é facultativo ao gestor. Dividem-se em Alocação e por Estratégia.

Fundos Multimercados de Alocação são aqueles que buscam retorno no longo prazo por meio de investimento em diversas classes de ativos (como renda fixa, ações e câmbio) –

---

que os recursos próprios são limitados. Assim, se ele imagina que pode realizar um ganho de 10% em um determinado investimento e o mercado oferta recursos a 2%, ele aplica seus recursos próprios juntamente com algum montante tomado emprestado em condições mais favoráveis. Com isso, se tudo der certo, ganha 10% sobre seu patrimônio e 8% sobre um montante que não possuía”. Disponível em <http://www.betoveiga.com/log/index.php/2008/03/o-que-alavancagem/>. Acesso em 03/01/2016.

<sup>95</sup> Artigo 2º, § 2º da ICVM 391/2003. Ante a natureza societária dos fundos de investimento, esse controle pode dar azo, inclusive, à formação de grupos societários entre eles e a sociedade investida, tema caro ao direito antitruste e cuja complexidade certamente justificaria um trabalho específico.

incluídas aí cotas de fundos de investimento –, adotando, prioritariamente, a estratégia de *asset allocation*.<sup>96</sup> Tomando-se por base a liberdade da carteira ou a necessidade de manter um *benchmark* composto, dividem-se em:

(i) Balanceados: fundos que buscam retorno no longo prazo mediante compra de diversas classes de ativos, incluindo cotas de fundos, com estratégia de alocação predeterminada, devendo especificar os investimentos nas diversas classes de ativos, incluindo deslocamentos táticos e/ou políticas de rebalanceamento explícitos. O índice de desempenho do fundo deverá acompanhar o *mix* de investimentos explicitado (*asset allocation benchmark*), não podendo, assim, ser comparado a uma única classe de ativos (v.g. 100% CDI). Não podem possuir exposição financeira superior a 100% de seu patrimônio líquido, não admitindo alavancagem;

(ii) Dinâmico: fundos que buscam retorno no longo prazo por meio de investimento em diversas classes de ativos, incluindo aí cotas de fundos. Diferem dos Balanceados em sua estratégia de *asset allocation*, que não está comprometida com um *mix* predeterminado de ativos. A sua política de alocação é flexível, reagindo às condições de mercado e ao horizonte de investimento. Outra diferença: é permitida a aquisição de cotas de fundos que possuam exposição financeira superior a 100% de seu patrimônio líquido, admitindo a alavancagem.

Por sua vez, os Fundos Multimercados por Estratégia baseiam-se nas estratégias preponderantes adotadas e suportadas pelo processo de investimento aplicado pelo gestor como forma de atingir os objetivos e executar a política de investimentos do fundo, admitindo alavancagem. Dividem-se em oito grupos, a saber:

(i) Macro: realizam operações em diversas classes de ativos (renda fixa, renda variável, câmbio, etc.), definindo as estratégias de investimento baseadas em cenários macroeconômicos de médio e longo prazos;

---

<sup>96</sup> Expressão em inglês para alocação de recursos, utilizada pelos profissionais do mercado financeiro para fazer referência à escolha de ativos para a sua carteira administrada. *Asset Allocation* é o ato do administrador do fundo selecionar, entre os diversos tipos de ativos, aqueles que farão parte da carteira do fundo e em que percentual de participação. Disponível em: <http://www.foregon.com/glossario/115/asset-allocation.aspx>. Acesso em 03/01/2016.

(ii) *Trading*: também realizam operações em diversas classes de ativos, buscando, contudo, oportunidades em curto prazo;

(iii) *Long and Short* – Direcional: fundos que fazem operações de ativos e derivativos ligados ao mercado de renda variável, montando posições compradas e vendidas, em que o resultado é proveniente, preponderantemente, da diferença entre essas duas posições. Os recursos remanescentes em caixa devem ser investidos em cotas de Fundos Renda Fixa – Duração Baixa – Grau de Investimento ou em ativos permitidos a estes, desde que preservadas as regras que determinam a composição da carteira do tipo ANBIMA;

(iv) *Long and Short* – Neutro: diferem do anterior porque, aqui, a exposição financeira líquida do resultado deverá estar limitada a 5%, observando a mesma regra para os recursos remanescentes;

(v) Juros e Moedas: buscam retorno no longo prazo por meio de investimento em ativos de renda fixa, admitindo-se estratégias que impliquem risco de juros, de índice de preço ou de moeda estrangeira, excluindo, aí, estratégias que impliquem exposição de renda variada, como as ações;

(vi) Livre: são aqueles que não possuem o compromisso de concentração em nenhuma estratégia específica;

(vii) Capital Protegido: fundos que, mesmo buscando retornos em mercados de risco, procuram proteger, parcial ou totalmente, o principal investido e

(viii) Estratégia Específica: adotam estratégia de investimento que impliquem riscos específicos, tais como *commodities* e futuro de índice.

Por fim, os Fundos Multimercados de Investimento no Exterior, assim como os demais com essa designação, são aqueles que investem parcela igual ou superior a 40% de seu patrimônio líquido em ativos financeiros no exterior, admitindo alavancagem.

#### 2.6.4 Cambial

A última classe de fundos prevista pela ANBIMA, a partir do que restou positivado na ICVM 555/2014, é a Cambial, que contempla fundos que aplicam pelo menos 80% de sua carteira em ativos – de qualquer espectro de risco de crédito – relacionados diretamente ou sintetizados, via derivativos, à moeda norte-americana ou à europeia. O montante não aplicado

em ativos relacionados direta ou indiretamente ao dólar ou ao euro deve ser aplicado somente em títulos e operações de Renda Fixa, pré ou pós-fixada à CDI/Selic.

## **2.7 Uma outra classificação: fundos destinados aos investidores em geral e restritos a investidores específicos**

Uma preocupação dos reguladores do mercado de investimento coletivo, positivada na ICVM 539/2013 – recentemente alterada pela ICVM 554/2014 –, é a perfeita adequabilidade dos produtos oferecidos aos mais variados tipos de investidores (*suitability*). (ICVM 539/2013, art. 1º).

Assim, as pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem que verifiquem se (i) o produto, serviço ou operação é adequado aos objetivos do cliente; (ii) a sua situação financeira é compatível com esse produto, serviço ou operação e (iii) o cliente possui conhecimento necessário para compreender os riscos a eles relacionados. (ICVM 539/2013, art. 2º).

A Instrução, ao consagrar duas categorias distintas de investidores, em relação aos quais há uma presunção de que tenham conhecimento do mercado e possuam melhores condições de analisar os riscos assumidos, cria uma nova classificação: ao lado dos investidores em geral (pessoas físicas ou jurídicas), os investidores profissionais e os investidores qualificados. (ICVM 539/2013, art. 9º-A e 9º-B, introduzidos pela ICVM 554/2014).

São considerados investidores profissionais: (i) as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN; (ii) companhias seguradoras e sociedades de aplicação; (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) pessoas naturais e jurídicas que possuem investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 e que, adicionalmente, atestem por escrito a sua condição de investidor profissional; (v) fundos de investimento; (vi) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizados pela CVM; (vii) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios e (viii) investidores não residentes.

Qualificados: (i) os investidores profissionais; (ii) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00; (iii) pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de mercado, em relação aos seus recursos próprios e (iv) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

Esses dois grupos de investidores desfrutam de um conjunto de normas específicas, em regra, excepcionais às aplicáveis aos investidores em comum, a começar pela própria *suitability*, estando-lhes dispensada a verificação da adequabilidade, salvo em relação às pessoas naturais, mesmo qualificadas como investidores profissionais ou qualificados. Podem-lhe ser destinados, ainda, fundos restritos, aos quais é vedada a participação de investidores comuns.

Entre essas regras excepcionais, ganham destaque as atinentes às informações que devem ser disponibilizadas aos investidores em geral, a eles sendo dispensada a elaboração de uma lâmina com as informações essenciais, a possibilidade da utilização de ativos financeiros para integralização e resgate de cotas, a cobrança de taxas de administração e de *performance* nos termos de seus regulamentos e a estipulação de prazos para conversão de cota e para pagamento de resgate diferentes daqueles aplicados aos fundos em geral.

## **2.8 As classes de fundos, o risco e o posicionamento de nossos Tribunais**

A divisão dos fundos de investimento em classes tem, como se viu, nítida natureza econômica e o declarado propósito de orientar os investidores na busca daquilo que melhor se amolda ao seu perfil. Para além desses efeitos eminentemente econômicos, o direito também se apropria dessa classificação e, a partir dos riscos inerentes ao investimento e da qualidade dos investidores envolvidos, começa a delinear uma tendência jurisprudencial.

Diz-se delinear já que não há, no âmbito do Superior Tribunal de Justiça – tribunal responsável pela uniformização de nossa legislação federal<sup>97</sup> –, uma consistente jurisprudência a

---

<sup>97</sup> Aqui, uma importante consideração. Conquanto tenhamos afirmado serem as instruções da CVM leis especiais para fins de criação de novos tipos societários, a jurisprudência do STJ é ainda bastante restritiva sobre a sua

respeito dos fundos de investimento. O que há são alguns julgados, não muitos, é verdade, versando sobre a responsabilidade desses fundos por prejuízos decorrentes dos investimentos, em que são levados em consideração a natureza de seus ativos e os investidores envolvidos.

Em quase todos esses julgamentos, discutia-se a responsabilidade dos administradores e gestores de fundos com ativos em moeda estrangeira pela mádesvalorização do real frente ao dólar, no ano de 1999. O Recurso Especial 799.241/RJ é um bom exemplo para aqui ser replicado, já que bem sintetiza o posicionamento da Corte em relação ao risco do investimento e à qualificação dos investidores como consumidores. Eis a sua ementa:

RECURSO ESPECIAL. CONSUMIDOR. RESPONSABILIDADE CIVIL. ADMINISTRADOR E GESTOR DE FUNDO DE INVESTIMENTO DERIVATIVO. DESVALORIZAÇÃO DO REAL. MUDANÇA DA POLÍTICA CAMBIAL. PREJUÍZO DO CONSUMIDOR. RISCO INERENTE AO PRODUTO. RECURSO PROVIDO. 1. Em regra, descabe indenização por danos materiais ou morais a aplicador em fundos derivativos, pois o alto risco é condição inerente aos investimentos nessas aplicações. Tanto é assim que são classificados no mercado financeiro como voltados para investidores experientes, de perfil agressivo, podendo o consumidor ganhar ou perder, sem nenhuma garantia de retorno do capital. Como é da lógica do mercado financeiro, quanto maior a possibilidade de lucro e rentabilidade de produto oferecido, maiores também os riscos envolvidos no investimento. 2. No caso em exame, o consumidor buscou aplicar recursos em fundo agressivo, objetivando ganhos muito maiores do que os de investimentos conservadores, sendo razoável entender-se que conhecia plenamente os altos riscos envolvidos em tais negócios especulativos, mormente quando se sabe que o perfil médio do consumidor brasileiro é o de aplicação em caderneta de poupança, de menor rentabilidade e maior segurança. 3. Não fica caracterizado defeito na prestação do serviço por parte do gestor de negócios, o qual, não obstante remunerado pelo investidor para providenciar as aplicações mais rentáveis, não assumiu obrigação de resultado, vinculando-se a lucro certo, mas obrigação de meio, de bem gerir o investimento, visando à tentativa de máxima obtenção de lucro. Não pode ser considerado defeituoso serviço que não garante resultado (ganho) financeiro ao consumidor. 4. Recurso especial conhecido e provido. (Quarta Turma; Ministro Raul Araújo; DJe 26/02/2013).

---

competência, não admitindo recursos especiais que veiculem violações a normas nelas consignadas. Isso, contudo, não impede a discussão sobre o tema, já que esses apelos vêm, em sua totalidade, fundamentados em normas do Código Civil, tendo o tribunal conhecido essas normas administrativas ao menos como “razões de decidir”.

Quanto à responsabilidade dos fundos por prejuízos decorrentes da aplicação em ativos de alto risco, pode-se afirmar haver um consenso no Tribunal:<sup>98</sup> nos investimentos que importam em um maior risco para os investidores e, conseqüentemente, criam uma expectativa de ganhos maiores, não há, ao menos em regra, o dever de indenizar eventuais prejuízos. O fundamento é assim sintetizado no precedente:

Portanto, o fundo derivativo não possui a mesma segurança de outras aplicações financeiras mais comuns e de fácil compreensão, voltadas para o consumidor de perfil médio, como é o caso da caderneta de poupança. Em contrapartida, a rentabilidade do derivativo pode ser bem maior do que a daquelas operações mais singelas. Ocorre que, justamente por envolver chance de maior rendimento do capital investido, também atrai alta possibilidade de perdas, havendo, assim, riscos da própria natureza do negócio, que não tem garantia de retorno certo. O alto risco é condição inerente aos investimentos em fundos derivativos. Tanto é assim que são classificados no mercado financeiro como voltados para investidores experientes, de perfil agressivo, podendo o investidor ganhar ou perder, sem nenhuma garantia de retorno do capital. Há, inclusive, possibilidade de perda total do valor investido, como se vê nas informações acima.

De fato, o leque de opções oferecidas aos consumidores pelas instituições financeiras varia do perfil conservador e seguro das cadernetas de poupança até aquelas aplicações suscetíveis às variações do mercado futuro ou de câmbio. Como é lógico nesse mercado financeiro, quanto maior a possibilidade de lucro e rentabilidade do produto oferecido, maiores também os riscos envolvidos no investimento. Do contrário, ninguém investiria em caderneta de poupança. Desde que apenas houvesse chance de elevados ganhos, com garantia de retorno, pelo menos, do capital aplicado, todas as pessoas aplicariam suas economias em mercados de complexas operações.

Daí a razão de ser da norma que obriga os administradores de fundos a prestar informações abrangentes, equitativas e simultâneas para todos os cotistas, escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa, úteis à avaliação do investimento, com dados verdadeiros, completos e suficientemente consistentes para não induzirem os investidores a erro.<sup>99</sup> E jamais podem essas informações assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou a isenção de riscos para o investidor.

Sobre o papel da informação no mercado de valores mobiliários, Frederico de Andrade Gabrich assinala:

---

98 REsp 1.003.893/RJ (Terceira Turma; Min. Massami Uyeda; DJe 08/09/2010).

99 Sobre o dever de informação, ICVM 555/2014, artigo 40 e seguintes.

O direito de informação, que hoje não se restringe apenas às relações contratuais, mas tem como fundamental atuação também nos meios de comunicação de massas, possui como objetivos primordiais conjugar normas – jurídicas, morais e éticas – que visam controlar não somente o processo comunicativo de troca de informações, mas também proteger as pessoas contra o uso abusivo e destrutivo da informação, na busca de um desenvolvimento que assegure, de fato, sua grande força intelectual de concretização da justiça e da liberdade das pessoas. (GABRICH, 2007, p. 108-109).

A importância dada pela legislação ao dever de informar atinge um patamar tal que, em ao menos um julgado – Recurso Especial 777.425/RJ (Quarta Turma; Min. Raul Araújo, DJe 26/02/2013) –, o STJ afastou o risco inerente aos investimentos em derivativos, impondo ao administrador o dever de indenizar ante a falha nas informações prestadas. Naquela assentada, restou consignado que, “embora o consumidor recorrido tenha investido em fundos de natureza derivativa, entendeu a Corte local, com base em prova existente nos autos, que não lhe foram repassadas pelo administrador e pelo gestor do fundo as informações necessárias quanto aos riscos inerentes às aplicações financeiras”, o que lhes impunha, então, a responsabilidade pela indenização.

Essa uniformidade de entendimento, no entanto, não se verifica quanto à classificação dos investidores como consumidores. A doutrina, em sua maioria, entende ser o Código consumerista inaplicável aos fundos de investimento e, nesse sentido, Mário Tavernard Martins de Carvalho trilha um bom caminho:

De início, considerando que os fundos de investimento são, de fato, sociedades, não seria plausível pensar existir relação de consumo entre sócios e o administrador. Se assim fosse, os acionistas poderiam sempre requerer reparações dos administradores das companhias por insucesso que representassem resultados piores do que os esperados, o que se mostraria demasiadamente subjetivo. Ainda que no caso dos fundos de investimento se trate de administrador externo, não há razões para distinções no tocante às características da relação com os sócios. (CARVALHO, 2012, p. 233-234).

De forma que nos parece irretocável, o autor acrescenta: “Na estrutura organizacional dos fundos de investimento, são os cotistas detentores de maiores prerrogativas, valendo destacar a competência privativa para deliberar sobre o aumento da taxa de administração, a alteração na política de investimento, a emissão de novas cotas, a fusão, a cisão a transformação e a incorporação do fundo; podendo a assembleia inclusive substituir os próprios administradores”.

À luz desses poderes, arremata: “não será cabível, pois, confundir negligência com vulnerabilidade”. (CARVALHO, 2012, p. 234-235).

Acrescendo novos argumentos ao debate, Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques também defendem essa inaplicabilidade:

Os quotistas de fundo de investimento financeiro não são consumidores, mas investidores do mercado de valores mobiliários. Com efeito, nos termos do artigo 1º da Lei 6.385/1976, com a redação que lhe foi dada pela recente Lei, as quotas de fundos de investimento são consideradas valores mobiliários. (...).

(...). Assim, quem adquire cotas de um fundo de investimento financeiro é considerado investidor – e não consumidor – do mercado de valores mobiliários, o qual é submetido à regulamentação e fiscalização da CVM, agência reguladora que dispõe de amplos poderes para proteger os investidores. O investidor do mercado de valores mobiliários não pode ser confundido com o consumidor de serviços bancários, financeiros, creditícios e securitários a que se refere o CDC em seu art. 3º, §2º. (EIZIRIK et al, 2008, p. 547).

Outros autores, muito na esteira da doutrina que se consolidou acerca das corretoras de valores mobiliários,<sup>100</sup> defendem a incidência do estatuto consumerista na relação administrador/cotista. Entre eles, Fernando Estevam Bravin Ruy:

Comprovadamente, os investidores formam uma categoria própria nas relações jurídico-contratuais, mas a relação de consumo para os investidores enquadrados no conceito de consumidor existe e, neste quadro, inegavelmente há uma tendência mundial em proteger o investidor não profissional junto às regras da relação de consumo. (...) Por tudo que mais possa pretender ser, o administrador de fundos de investimento nada mais é do que um fornecedor de serviços financeiros e, como tal, sujeito às normas do Código de Defesa do Consumidor, nos termos do seu artigo 3º, § 2º. Nos fundos de investimento a remuneração se faz por meio de taxa de administração, e o objetivo final é a devolução do capital principal, que é restituído ao quotista-cliente acrescido dos

---

100 “Cremos que as corretoras de valores mobiliários estão também enquadradas no conceito geral de fornecedoras de serviços, mesmo porque empresas dessa natureza são pessoas jurídicas que desenvolvem atividade consistente na prestação de serviços fornecida mediante remuneração, no mercado de consumo. Há que se considerar, todavia, que o mercado de valores mobiliários e seus similares, ainda que rigidamente controlado pelos órgãos competentes (como a CVM Comissão de Valores do Estado de São Paulo, BMF - Bolsa Mercantil de Futuros, Bovespa - Bolsa de Valores do Estado de São Paulo e até mesmo commodities), e com legislação específica como as Leis nºs 7.913/1989 e 6.024/1974, não está isento da possibilidade de causar danos a aplicadores/consumidores, que seguramente poderão se socorrer das normas do Código do Consumidor, que complementam, aonde compatíveis, a disciplina das leis acima mencionadas. Entretanto, caso quaisquer dessas normas contenham dispositivos que restrinjam direitos assegurados aos consumidores pelo Código do Consumidor, tais dispositivos estarão revogados, por conflitar com norma mais recente”. (ALVIM, 1995, p. 39-40).

rendimentos, ao cabo de determinado prazo. Enquadra-se perfeitamente, portanto, no conceito de fornecedor de serviços, estabelecido pelo Código de Defesa do Consumidor. (RUY, 2010, p. 45-46).

Este é o entendimento consagrado pela jurisprudência que – e isso não pode deixar de ser aqui afirmado – traz em si um elevado grau de insegurança àqueles que atuam no mercado, aumentando, assim, os seus custos de transação, como salientado por Mariana Loyola Ferreira Sgarbi:

(...), é importante que os aplicadores do direito tenham parcimônia ao aplicar o regime jurídico do CDC aos fundos de investimento (...). Caso negativo, um instituto construído para democratizar os investimentos no mercado financeiro e proporcionar ao pequeno poupador a possibilidade de diversificação de suas aplicações acabará por não cumprir seu papel, já que a insegurança jurídica acarretará aumento nos custos de transação e, conseqüentemente, nas taxas cobradas pelos agentes do mercado para a estruturação e administração dos fundos. (SGARBI, 2015, p. 320).

Na larga maioria de seus julgados, e sem qualquer distinção quanto às características peculiares de cada investidor, o STJ também aplica aos fundos de investimento o entendimento consagrado no verbete sumular 297/STJ, expresso ao afirmar que “o Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras”. À guisa de exemplo, o Agravo em Recurso Especial 658.608/ES:<sup>101</sup>

AGRAVO REGIMENTAL NO AGRAVO EM RECURSO ESPECIAL. DIREITO PROCESSUAL CIVIL E BANCÁRIO. CONTRATOS CELEBRADOS ENTRE INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E CLIENTES QUE APLICAM RECURSOS EM FUNDOS DE INVESTIMENTO. APLICAÇÃO DO CDC. ENUNCIADO N. 297 DA SÚMULA DO STJ. PERDAS DECORRENTES DE MÁ-GESTÃO DE RECURSOS APLICADOS EM FUNDOS DE RENDA FIXA. DEVER DE INDENIZAR. ENUNCIADO N. 7 DA SÚMULA DO STJ. AGRAVO IMPROVIDO. AUSÊNCIA DE ARGUMENTOS APTOS A INFIRMAR OS FUNDAMENTOS DA DECISÃO AGRAVADA. AGRAVO REGIMENTAL IMPROVIDO.

1. O Código de Defesa do Consumidor é aplicável aos contratos celebrados entre as instituições financeiras e seus clientes, visando a aplicações em fundos de investimento, na linha do enunciado n. 297 da Súmula do STJ. Precedentes.

---

101 Terceira Turma; Ministro Marco Aurélio Bellize; DJe 17/08/2015. No mesmo sentido: REsp 656.932/SP (Quarta Turma; Ministro Antônio Carlos Ferreira; DJe 02/06/2014) e REsp 1.164.235/RJ (Terceira Turma; Ministra Nancy Andrighi; DJe 29/02/2012).

2. Há responsabilidade da instituição financeira nas hipóteses em que a má-gestão do capital do investidor ultrapassa a razoabilidade prevista no art. 14, § 1º, II, do CDC, consubstanciada, por exemplo, por arriscadas e temerárias operações com o capital do investidor, ainda que se trate de aplicações de risco. Precedente. Com maior razão, o mesmo entendimento deve ser aplicado nos casos em que o investidor optou por fundos de renda fixa, que se definem como modalidades de investimento de baixo risco.  
(...).
5. Agravo regimental a que se nega provimento.

Também aqui nos socorremos da advertência de Mário Tavernard Martins de Carvalho (2012, p. 235): “Ainda que – apesar da natureza dos fundos, das prerrogativas dos cotistas e de a essência da relação ser de investimento – entenda-se possível a configuração de relação de consumo, far-se-ia imperiosa a efetiva verificação da vulnerabilidade no caso concreto”, o que, em regra, não é feito pelo Tribunal. Ou seja, não há como se reconhecer a hipossuficiência dos investidores qualificados e profissionais e, assim, em relação a eles, aplicar o CDC.

Afinal, fazem parte desse seletivo grupo de investidores as instituições financeiras, os bancos de investimento, as companhias seguradoras, as sociedades de capitalização, as entidades de previdência complementar e mesmo as pessoas físicas, experimentados investidores com mais de R\$ 1.000.000,00 (qualificados) ou R\$ 10.000.000,00 (profissionais) de capital investido, para os quais, certamente, inexistem a vulnerabilidade<sup>102</sup> e o déficit informacional necessários à configuração da relação de consumo.

Nessa esteira, é reconfortante o recente entendimento consagrado pelo Ministro Luis Felipe Salomão, no Recurso Especial 1.187.365/RO:

Por óbvio que não se está a afirmar que todo e qualquer investidor é consumidor, porque há, no mercado de capitais, investidores profissionais que movimentam elevada soma de forma habitual e institucionalizada, não lhes remanescendo nenhum resquício da hipossuficiência necessária à caracterização da figura do consumidor.  
Segundo penso, há de se garantir a incidência do Código de Defesa do Consumidor ao investidor não profissional, de regra pessoa física, que vê a possibilidade de aporte em fundos de investimento como apenas mais um serviço oferecido pela instituição bancária, como qualquer outro investimento congêneres. (Quarta Turma; DJe 25/08/2014).

---

102 Sobre o princípio da vulnerabilidade, vide: Benjamin et al, 2009, p. 73-77.

Já que a jurisprudência, a nosso ver, equivocadamente, reluta em afastar o estatuto consumerista de todas as relações entabuladas entre os cotistas e os administradores de fundos de investimento, andaria bem se fizesse ao menos esse discrimen e, de seu âmbito de incidência, afastasse os investidores qualificados e profissionais. Eles, e quanto a isso não há qualquer dúvida, consumidores não são.

## **2.9 As funções administrativas e seus órgãos**

De início, uma observação. A ICVM 555/2014 traz as normas gerais aplicáveis a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, observadas as disposições das normas específicas por ventura existentes (ICVM 555/2014, art. 1º). Há, portanto, fundos regulamentados em normas especiais que, contudo, não divergem das premissas estabelecidas naquela Instrução, razão pela qual o presente trabalho levará em consideração as suas normas para o estudo dos órgãos de administração.

A administração do fundo de investimento compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao seu funcionamento e à sua manutenção, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados (ICVM 555/2014, art. 78 e ss.). É, portanto, uma atividade única, exercida por diversos órgãos com feixes próprios de competência, a saber: *(i)* a administração propriamente dita; *(ii)* a gestão de carteira; *(iii)* a consultoria de investimento; *(iv)* a tesouraria; *(v)* a distribuição de cotas; *(vi)* a escrituração da emissão e resgate de cotas; *(vii)* a custódia de ativos financeiros; *(viii)* a classificação de risco e *(ix)* o formador de mercado.

Não há, assim, que se falar em administração como algo distinto dessas outras funções. A administração, e é importante que isso fique claro, envolve todas essas atividades, exercidas por órgãos próprios que se conectam e almejam o mesmo objetivo: a maximização do lucro a um menor risco possível.

Mesmo reconhecendo a unicidade da administração, a ICVM 555/2014 reserva a designação “administrador” ao responsável pela constituição do fundo, pela prática de todos os atos necessários à sua administração e pelo exercício de direitos inerentes aos ativos que o integram. O administrador do fundo, portanto, é aquele que “capta poupança mediante a venda

de cotas dos fundos de investimento que estão sob a sua administração e aplica os recursos resultantes dessa venda em ativos financeiros de diferentes espécies, conforme o tipo de fundo de investimento”. (ROCHA, 2005, p. 99).

A sua relação com os investidores tem um nítido caráter fiduciário, “uma vez que age em determinados assuntos primordialmente em benefício dos cotistas, apresentando-se como garante de reciprocidade, boa-fé, confiança em todas as transações que faz em nome deles”. (ROCHA (2005, p. 99).

Podem ser administradores de fundos de investimento somente as pessoas jurídicas devidamente autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários. E, desde que devidamente autorizados ou credenciados para a sua prestação, podem eles mesmos exercer todas aquelas funções inerentes à administração, à exceção do serviço de auditoria independente, que obrigatoriamente haverá de ser contratado pelo fundo.

A contratação de terceiros para a prestação de serviços de administração é, portanto, faculdade do fundo. Porém, não estando o administrador autorizado ou credenciado para o seu exercício, é obrigatória a contratação dos serviços de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros, de distribuição, de escrituração da emissão e do resgate de cotas e de custódia de ativos financeiros.

Flávio Santana Cançado Ribeiro (2015, p. 57), contudo, alerta para uma relação “bancocêntrica” existente entre nós, “pela qual as grandes instituições financeiras assumem simultaneamente diversos papéis na estrutura dos Fundos, atuando, por exemplo, como administradores, gestores, custodiantes e distribuidores”. A corroborar a assertiva, vimos aqui que os dez maiores administradores de fundos de investimento – todos, aliás, instituições financeiras – respondem por 83% do mercado brasileiro.<sup>103</sup>

Responsável final na hierarquia administrativa dos fundos, e a par da responsabilidade por atos que lhe são próprios, o administrador responde solidariamente com o gestor e aqueles que exercem as atividades de tesouraria, controle e processamento de ativos financeiros e

---

103 Item 2.5.3.

escrituração da emissão e resgate de cotas por eventuais prejuízos causados aos cotistas por condutas contrárias à lei, ao regulamento ou a atos normativos expedidos pela CVM.

A sua remuneração é feita pela taxa de administração, taxa de *performance* e pelas poucas usuais taxas de ingresso e de saída, que buscam, respectivamente, remunerar o administrador pelas atividades de propaganda, promoção e despesas de admissão de cotistas e por gastos oriundos do resgate das cotas.

A taxa de administração compreende a contraprestação pelas atividades gerais do administrador, abrangendo inclusive os valores pagos a terceiros contratados para prestá-las, excetuados os valores decorrentes da prestação de serviço de custódia (CARVALHO, 2012, p. 111). Deve ser fixa e expressa em um razoável percentual anual do patrimônio líquido do fundo, não podendo ser aumentada sem prévia aprovação da assembleia geral, mas podendo, ao revés, ser reduzida unilateralmente pelo administrador.

Já a taxa de *performance* só será devida se o fundo obtiver um desempenho superior a determinada meta e desde que expressamente prevista em seu regulamento, sendo vedada a sua cobrança naqueles classificados como de curto prazo. Deve, necessariamente, (i) estar vinculada a um índice de referência verificável, compatível com a sua política de investimento e com os títulos que o componham; (ii) ser vinculada a um percentual superior a 100% daquele índice de referência e (iii) ser cobrada em um período mínimo de seis meses e após a dedução de todas as despesas do fundo, incluindo a taxa de administração.

Já a gestão da carteira do fundo – que, como visto, pode ser exercida pelo administrador, desde que habilitado a tanto – é a gestão profissional dos ativos financeiros dele integrantes, desempenhada por pessoa natural ou jurídica devidamente credenciada como administradora de carteiras de valores imobiliários junto à CVM. (ICVM 555/2014, artigo 78, § 3º).

A diferenciação entre o administrador e o gestor foi mais bem tratada na ICVM 555/2014, que delegou a este último poderes para (i) negociar e contratar os ativos financeiros e os intermediários para realizar operações em nome do fundo e (ii) exercer o direito de voto decorrente desses ativos financeiros, observada a política de voto prevista em regulamento. A execução, os critérios e os controles desses ativos são da responsabilidade do gestor, cabendo ao administrador a respectiva supervisão.

A eles – administrador e gestor –, portanto, compete a administração central do fundo, cabendo-lhes, entre outras, as seguintes obrigações: (i) conservar os documentos referentes ao fundo; (ii) elaborar e divulgar as suas informações necessárias; (iii) custear as despesas com a elaboração e distribuição do material de divulgação; (iv) observar as disposições constantes do regulamento; (v) cumprir as deliberações da assembleia geral; (vi) fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados, pelos quais respondem por eventuais danos e (vii) adotar as políticas necessárias para que a liquidez do fundo seja compatível com as suas obrigações, implementando, para tanto, testes de estresse periódicos. (ICVM 555/2014, artigo 90).

E só podem ser substituídos em apenas três hipóteses: descredenciamento pela CVM, renúncia ou por deliberação da assembleia geral.

Em regra, os ativos dos fundos de investimento devem ser custodiados e registrados em contas de depósito específicas, abertas em seu nome. Em prol da segurança dos cotistas, apenas as ordens emitidas pelo administrador, pelo gestor ou por seus representantes podem ser acatadas pelo custodiante, que exerce, ainda, um importante papel de controle: a instrução veda a execução de ordens que não estejam diretamente vinculadas às operações do fundo.

Podem, ainda, ser contratadas agências de classificação de risco de crédito<sup>104</sup> e constituídos, por iniciativa dos cotistas, do administrador ou do gestor, conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimento, cujas atribuições deverão de estar previstas no regulamento e que jamais eximem os administradores de suas responsabilidades.

## **2.10 Fundos de Investimento: um tipo societário de controle gerencial**

Da análise das funções administrativas dos fundos de investimento e dos órgãos incumbidos de seu exercício, extrai-se uma conclusão que, como visto em passagem anterior, os

---

104 A CVM conceitua as agências de classificação de riscos como “uma empresa que avalia determinados produtos financeiros ou seus emissores e classifica esses ativos ou empresas segundo o grau de risco de não pagamento no prazo fixado”.

distingue dos tipos societários em geral: em regra, os cotistas estão excluídos de sua administração, que é caracterizada pelo profissionalismo.<sup>105</sup>

Com efeito, quando da sua constituição, os fundos de investimento terão de, necessariamente, já ter um administrador, antes mesmo de qualquer cotista. E mais, esse administrador pode, desde que qualificado a tanto, exercer as demais funções administrativas, ainda à revelia de seus membros. Caso não esteja qualificado, ou opte por não exercê-las, essas funções podem ser delegadas a terceiros, sempre ao exclusivo critério de juízo e conveniência do administrador.

Não há, em relação aos fundos, qualquer disposição normativa que imponha, ainda que indiretamente, a participação dos cotistas na sua gestão. E aí vai uma grande diferença em relação às sociedades anônimas abertas que, assim como eles, são sociedades de capital voltadas à captação da economia popular. Nelas, especialmente no Brasil, onde ainda predomina a concentração acionária, compete aos acionistas a gestão final da sociedade, seja por meio do conselho de administração, seja por meio de uma diretoria eleita por esse conselho ou, diretamente, pela assembleia geral.<sup>106</sup> E é importante salientar: a estrutura organizacional dos fundos de investimento não prevê órgãos como o conselho de administração ou a diretoria.

O conselho de administração é o órgão deliberativo eleito pela assembleia geral a quem compete agilizar o processo decisório no interior da companhia. Mesmo que não obrigatória, a importância da participação dos acionistas em sua composição foi assim justificada por Fábio Ulhôa Coelho:

Certas decisões, por sua importância, deveriam ser, em princípio, analisadas e adotadas por quem tem participação no capital social. A diretoria, que pode ser composta por não acionistas, nem sempre é o órgão da sociedade mais indicado para assumir a responsabilidade pelas deliberações de maior envergadura e repercussão. Estas cabem aos sócios, isto é, às pessoas que investiram seu dinheiro na formação da sociedade e assumiram o risco da atividade empresarial. (COELHO, 2012, p. 243).

---

105 Vide Item 2.5.3. Diz-se em regra, pois não há impedimento normativo para que um cotista seja, também, administrador do fundo. Contudo, o fato de este cotista ser também o administrador não faz com que os demais partícipes tenham participação na gestão do fundo.

106 “O conceito de ‘administradores’ abrange os membros de dois órgãos da estrutura societária: a diretoria e o conselho de administração, os quais, em decorrência, são definidos como órgãos da administração”. (COELHO, 2012, p. 266).

E o fato de também não ser a diretoria – órgão executivo da companhia – composta obrigatoriamente por acionistas não afasta a participação destes. Afinal, os seus membros são eleitos pelo conselho de administração (constituído pelos acionistas através da assembleia geral) ou, quando inexistente, diretamente por essa mesma assembleia geral, pelos acionistas com direito a voto.

Aliás, a Lei das Sociedades Anônimas, preocupada com a proporcionalidade da participação dos titulares de ações, cria um verdadeiro estatuto da minoria:

(...) a minoria tem poder. Diz-se, sugestivamente, que tem ‘a força dos fracos’ (*la force des faibles*), tão necessária para o adequado funcionamento da organização, como o poder de controle, que aquela idealmente busca conter, refrear e adequar aos propósitos legalmente estabelecidos. Como se sabe, o sistema de freios e contrapesos não se choca com o princípio majoritário, mas, antes, é dele parte integrante e necessária, como elemento indissociável de um mesmo todo. (ADAMEK, 2014, p. 29).

Mesmo os acionistas minoritários têm legalmente garantido o direito de participar diretamente do dia a dia da companhia, atribuindo-lhes a Lei das Sociedades Anônimas instrumentos institucionais voltados à preservação da proporcionalidade. Exemplos claros desses instrumentos são o exercício do voto múltiplo e o método da eleição em separado,<sup>107</sup> que garantem, desde que observados alguns requisitos legais, a participação dos minoritários na composição do conselho de administração e, ao final, influência no dia a dia dos negócios societários.

Um fato bem explica a ausência de participação dos cotistas na administração dos fundos de investimento: neles, a assembleia geral não é o órgão deliberativo máximo de sua estrutura

---

107 LSA, Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários. (...). § 4º Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembleia-geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente: I - de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e II - de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo, 10% (dez por cento) do capital social, que não houverem exercido o direito previsto no estatuto, em conformidade com o art. 18.

organizacional.<sup>108</sup> A afirmação pode soar estranha, mas é de fácil verificação. Para tanto, vejamos as matérias objeto de sua competência privativa:

- Art. 66. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre:
- I – as demonstrações contábeis apresentadas pelo administrador;
  - II – a substituição do administrador, gestor ou custodiante do fundo;
  - III – a fusão, a incorporação, a cisão, a transformação ou a liquidação do fundo;
  - IV – o aumento da taxa de administração, da taxa de performance ou das taxas máximas de custódia;
  - V – a alteração da política de investimento do fundo;
  - VI – a emissão de novas cotas, no fundo fechado;
  - VII – a amortização e o resgate compulsório de cotas, caso não estejam previstos no regulamento; e
  - VIII – a alteração do regulamento, ressalvado o disposto no art. 47.

Portanto, ao contrário do que se passa com as sociedades anônimas em geral, à assembleia geral dos fundos de investimento não compete a eleição de nenhum membro de sua administração.

Poder-se-ia argumentar, é verdade, que por intermédio da assembleia geral, os cotistas podem substituir o administrador, o gestor ou o custodiante do fundo e alterar o seu regulamento e a sua política de investimento, decisões essas que, à evidência, importam, sim, na gestão do fundo. Ao menos na teoria, e isso é mérito dela, a ICVM 555/2014 não cria maiores empecilhos para essas deliberações.

Isso porque, além do administrador, do gestor e do custodiante, a assembleia geral pode ser convocada por cotistas ou grupo de cotistas que detenham no mínimo 5% do total das cotas emitidas, sendo, então, instalada com a presença de qualquer número de cotistas. Nos fundos de investimento, isso é importante, não há distinção das cotas em classes com ou sem direito a voto. Todas as cotas, sem exceção, dão ao seu titular o direito ao voto.

E não menos importante: em regra, as deliberações da assembleia-geral são tomadas por maioria de votos, cabendo a cada cota um voto (ICVM 555/2014, Artigo 71). É verdade que o regulamento – e é normal que isso ocorra – pode estabelecer um quorum qualificado para as

---

108 “Apesar de, a exemplo do que ocorre com as sociedades, tradicionalmente ser considerada o seu órgão ‘supremo’, pela grande importância das matérias submetidas à sua competência, o papel da assembleia geral dos cotistas tem sido, de certa forma, diminuído pela atividade do administrador – fenômeno que, mutatis mutandis, também pode ser observado em âmbito societário”. (ABREU, 2015, p. 70).

deliberações assembleares que, na hipótese de destituição do administrador de fundo aberto, não pode ultrapassar metade mais uma das cotas emitidas.

E aí reside o problema: as normas desse regulamento são fixadas unilateralmente pelo próprio administrador quando da constituição do fundo, devendo os investidores a ele ter acesso antes de aportar qualquer capital. E, voltados que estão, em sua maioria, para os investidores não qualificados, que pouca familiaridade têm com investimentos dessa natureza, não é difícil constatar que a larga maioria desses investidores não presta maior atenção a outras normas que não as relativas ao investimento em si e aos riscos a ele inerentes.

Assim, fixado um quorum de metade mais uma das cotas emitidas para a substituição do administrador ou para a alteração de sua política de investimento ou regulamento (sobre essas alterações, aliás, a Instrução não impõe qualquer limite, podendo até mesmo ser a unanimidade), muito dificilmente poderão os cotistas implementar essas modificações, mesmo que por meio de eventual acordo de cotistas que, conquanto não previsto expressamente, é também admitido nos fundos de investimento:

*In casu*, considerando os cotistas dos fundos de investimento como agentes capazes, a disposição acerca de direitos enquanto cotistas ser lícita, possível e facilmente determinável, e não houver forma prescrita ou não defesa em lei, podem os titulares das cotas de fundos de investimento perfeitamente celebrar acordo de cotistas. Esse acordo poderia ser até mesmo verbal, uma vez que inexistente uma forma prescrita em lei. (CARVALHO, 2012, p. 101).

E a realidade empírica embasa a conclusão: no ano de 2014, havia no Brasil 11,5 milhões de investidores distribuídos em mais de 14 mil fundos diferentes, tendo apenas os investidores de varejo aportado mais de 36 bilhões de reais em novos negócios (ANBIMA/FGV, 2015). Os investidores são, em sua maioria, pouco afeitos ao dia a dia do mercado, o que levou Nelson Eizirik a afirmar, com razão, que “a assembleia dos cotistas constitui uma ‘ficção’, pois na prática do mercado, raramente comparece algum cotista para votar, sendo as decisões tomadas pelo administrador”. (EIZIRIK, 2008, p. 89).

Talvez, por isso, os fundos de investimento destinados aos investidores não qualificados – a imensa maioria, portanto – sejam o melhor exemplo no direito brasileiro – se não o único – de um tipo societário onde há uma verdadeira cisão entre propriedade e controle, nos exatos

moldes propostos por Berle e Means. Sobre o fenômeno, comentam Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro:

Um dos fenômenos mais característicos da moderna vida empresarial consiste na cisão entre propriedade e gestão. Muito embora se proclame, inclusive de forma legislativa, a soberania dos titulares das ações, reunidos em Assembleia Geral, é fato de verificação irrecusável que, na realidade societária contemporânea, sobretudo no âmbito das grandes sociedades abertas, o poder cada vez maior dos administradores, que concentram em suas mãos, de fato, a condução dos negócios sociais e a efetiva gestão da empresa. Nem sempre vinculados à titularidade do capital, os administradores, entretanto, são dotados de qualificações técnicas necessárias ao bom desempenho da sociedade, de que muitas vezes carecem os acionistas. Além disso, como verdadeiros profissionais que são, podem e devem dedicar-se com maior empenho às tarefas da gestão social, em um contexto negocial cada vez mais exigente, sofisticado e tecnicista, assumindo assim uma disposição de trabalho em relação à qual a grande massa de acionistas se revela desinteressada. Resulta desse quadro aquilo que Paillusseau chamou de declínio das assembleias de acionistas. (TEIXEIRA; GUERREIRO, 1979, p. 435).

A estrutura societária brasileira, ainda muito concentrada quando comparada a outros países com um relevante mercado de capitalização popular, faz com que a doutrina nacional, mesmo reconhecendo o fenômeno, o afaste de nossa realidade.

Com efeito, André Carvalhal da Silva e Ricardo Leal, analisando a composição acionária de 225 sociedades, verificaram que, em 203 delas (90% do total), havia um único acionista detentor de mais de 50% das ações ordinárias. Ele possuía, em média, 76% do capital votante e 54% do capital total da sociedade. E mesmo entre as 22 restantes, o maior acionista detinha, em média, 37% do capital votante (SILVA; LEAL, 2003, p. 7-9), o que levou Érica Gorga à seguinte conclusão:

Por isso, consideramos que nem sempre as conclusões de Berle e Means serão aplicáveis ao contexto brasileiro, já que tais autores embasaram toda a sua tese em função da existência da propriedade acionária extremamente dispersa e do controle gerencial no mercado americano, pressupostos empíricos não verificados no mercado brasileiro. (GORGA, 2013, p. 128).

Discordamos dessa conclusão: se levarmos em consideração a estrutura organizacional dos fundos de investimento e a sua natureza societária – natureza essa defendida neste trabalho –,

podemos afirmar que, ao menos em relação aos fundos destinados a investidores não qualificados, a doutrina de Berle e Means tem, sim, ressonância empírica no Brasil. Os fundos de investimento são um contundente exemplo de administração gerencial no direito brasileiro.

Neles, estão presentes os três pressupostos que fundamentam a tese defendida pelos autores norte-americanos, a saber: (i) a concentração do poder econômico; (ii) a dispersão da propriedade das cotas e (iii) a separação entre propriedade e controle.<sup>109</sup>

Como visto, conquanto haja no Brasil mais de 14 mil fundos em funcionamento (base 2014), os dez maiores administradores (todas instituições financeiras) respondem por 83% do mercado, sendo pequena, portanto, a competitividade. Nos fundos destinados a investidores não qualificados, existem milhares de cotistas titulares de parcela de seu patrimônio total. Por fim, a estrutura administrativa desenhada pela ICVM 555/2014 não dá margem ao exercício de controle pelos cotistas, sendo, e isso foi aqui exaustivamente afirmado, profissional a sua administração.

Quanto a esse último pressuposto, é interessante notar que, na grande maioria das vezes, despidianda é a análise da forma de controle neles exercida – totalitário, majoritário, minoritário ou por intermédio de um mecanismo jurídico<sup>110</sup> –, já que esse controle objetiva, sempre, a escolha dos gestores da companhia, escolha essa que é vedada aos cotistas dos fundos de investimento. E, mesmo quanto à substituição do administrador – que é a eles admitida –, vale

---

109 Érica Gorga (2013, p. 118-119), em estudo especialmente direcionado à aplicação dessa teoria à realidade brasileira, dedica-se a esses pressupostos: “(...) é importante verificar brevemente quais foram os argumentos que fundamentaram a sua tese e suas conclusões. O estudo econômico que dá base às reflexões dos autores constata primeiramente que a organização da produção em torno da grande companhia veio a dominar a maior parte das indústrias nos Estados Unidos. Este fato leva os autores a pensar que (...) os princípios que deveriam ser aplicáveis num ambiente caracterizado pela existência de grandes centros de poder econômico deveriam ser diferentes daqueles aplicados quando existem unidades produtoras menores e mais numerosas (...). Paralelamente a esse fenômeno e tornando-o possível, os autores detectam crescente dispersão da propriedade das ações. (...). A terceira constatação empírica que deu suporte à tese de Berle e Means (...), o controle da companhia aberta é exercido quase que totalmente separado da propriedade das ações”.

110 Ao lado do controle gerencial, o estudo empírico levado a cabo por Berle e Means constatou a existência desses outros tipos de controle societário. Discorrendo sobre eles, COMPARATO (2014, p. 50/54): “Preferimos falar em controle totalitário, quando nenhum acionista é excluído do poder de dominação na sociedade, quer se trate de sociedade unipessoal, quer se esteja diante de uma companhia do tipo familiar (controle totalitário conjunto). Em tais hipóteses, a unanimidade é de rigor”. “A ideia que está na base do princípio majoritário, observou Kelsen, é a de que o ordenamento social deve estar de acordo com o maior número possível de sujeitos, e em desacordo com o menor número possível”. “Muito discutível é a terceira espécie de controle na classificação de Berle e Means: aquele que se exerce mediante um expediente ou artifício legal. Dos exemplos assinalados pelos prestigiosos autores – o controle piramidal ou em cadeia num grupo societário, a existência de ações sem direito a voto, a emissão de ações com voto limitado e o *voting trust* – somente o último poderia, a rigor, ser distinguido das demais espécies de controle (...)”. “Bem mais interessante é o fenômeno do controle minoritário, isto é, fundado em número de ações inferior à metade do capital votante e que os autores norte-americanos denominam *working control*”.

aqui o que restou acima assentado: o quorum por ele fixado unilateralmente, somado à elevada dispersão das cotas e à natureza dos investidores, tornam empiricamente muito difícil o exercício dessa faculdade.

Daí afirmar-se ser gerencial o exercício da administração dos fundos de investimento, onde a propriedade das cotas é “tão amplamente distribuída, que nenhum indivíduo ou grupo de indivíduos comungam de interesses grandes o suficiente para dominar os (seus) negócios”.<sup>111</sup>

E é mesmo bom que seja assim. Afinal, aqueles que aportam suas reservas em um fundo de capitalização coletiva têm como único objetivo auferir lucros e não exercer a gestão de seus negócios. Aliás, a garantia de uma administração profissional, conhecida quando da apresentação de seu prospecto e isenta da tumultuosa relação de poder típica das sociedades anônimas,<sup>112</sup> é um dos elementos de estabilidade que traz a segurança necessária ao investidor para aportar recursos em um determinado fundo.

Os administradores dos fundos de investimento equivaleriam, assim, aos acionistas empreendedores das sociedades anônimas, ao passo que os cotistas seriam os acionistas investidores, que neles identificam “uma boa oportunidade para empregar o dinheiro que possuem”.<sup>113</sup> Aos fundos de investimento, portanto, também se aplica a constatação feita por Nelson Eizirik:

A chamada apatia racional descreve o comportamento dos acionistas quando o custo de manter-se informado e participar nas assembleias gerais é superior ao benefício individual esperado por tal comportamento. Ou seja, vale mais a pena, do ponto de vista econômico, manter-se apartado da participação informada nas

---

111 Tradução livre para: “ownership is so widely distributed that no individual or small group has even a minority interest large enough to dominate the affairs of the company”. Passagem da obra de Berle e Means (The Modern Corporation & Private Property) transcrita em Gorga, 2013, p. 122.

112 “Para entender as relações de poder entre os acionistas, devem-se distinguir, inicialmente, duas posições: o acionista controlador e a minoria acionária. Deve-se ressaltar, logo de início, que essas posições não refletem, necessariamente, uma relação quantitativa, proporcional à contribuição dada à formação da companhia. (...). Quando se fala, portanto, em maioria e minoria, no contexto das relações entre acionistas, as expressões não dizem respeito à maior ou menor participação no capital social, mas, sim, à maior ou menor influência na condução dos negócios da sociedade” (COELHO, 2012, p. 304). É no contexto das relações de poder na companhia, por exemplo, que se inserem questões atinentes à organização do poder de controle, ao abuso desse poder e conseqüente responsabilização, à sua alienação, ao direito de voto e ao acordo de acionistas.

113 “Segundo a motivação, os acionistas de uma companhia aberta podem ser repartidos em dois grandes grupos. De um lado, os empreendedores, pessoas interessadas na exploração de certa atividade econômica; de outro, os investidores, que identificam na ação da companhia uma boa oportunidade para empregar o dinheiro que possuem”. (COELHO, 2012, p. 302).

decisões coletivas do que nelas se envolver. Numa sociedade em que o sócio detém 100% (cem por cento) do capital, ao investir seu tempo para tomar uma decisão ele receberá 100% (cem por cento) dos benefícios decorrentes dessa decisão. Quando o acionista detém apenas 10% (dez por cento) do capital, ele também deve aplicar seu tempo para informar-se, já que não pode ler apenas 10% (dez por cento) dos documentos necessários, mas não recebe mais do que 10% (dez por cento) dos benefícios de uma boa decisão. Ou seja, quando o custo de informar-se para participar no processo decisório é desproporcional aos benefícios esperados, os quais, além de tudo, serão repartidos com outros que neles não incorrem (os *free riders* ou ‘caronas’), o acionista pode realmente decidir não tomar parte das decisões da sociedade. (EIZIRIK, 2011, p.17).

Por fim, uma importante observação: a pulverização acionária e a administração gerencial são fenômenos facilmente observados nos fundos de investimento destinados aos investidores em geral, não qualificados, e de menor abrangência nos fundos de investimento restritos, destinados a investidores profissionais ou qualificados.

Como visto, estes fundos são bem mais restritos que aqueles, já que impõem um aporte mínimo de R\$ 10.000.000,00 para os investidores profissionais e de R\$ 1.000.000,00 para os qualificados. Consequência direta dessa exigência é uma menor pulverização acionária e, por conseguinte, uma maior possibilidade de os investidores influírem na gestão dos fundos. Afinal, neles, é mais fácil se atingir o quorum exigido para a substituição dos administradores ou para a alteração de seu regulamento ou política de investimento.

Não se pode perder de vista, ainda, que, em sua maioria, os investidores qualificados são grandes grupos econômicos – bancos, companhias seguradoras, fundos de pensão – que, nessa qualidade, exercem grande influência sobre a administração dos fundos, ainda que dela não participem diretamente.

### **2.11 O controle gerencial e os conflitos de agência**

O problema dessa administração gerencial surge quando os interesses dos administradores colidem com os interesses dos cotistas, configurando-se, assim, o que a doutrina denominou “conflito de agência”. Segundo a ótica tradicional, os fundos deveriam ser geridos de acordo com os interesses dos detentores das suas cotas, os cotistas. Ocorre que, com a desnaturação dos atributos da propriedade jurídica tradicional, esse cotista não é mais o responsável pelo controle do capital investido e pouco interesse tem na gestão de seus negócios,

que fica a cargo de um terceiro. Não soa estranho, assim, que esse terceiro possa privilegiar os seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos investidores. Segundo Érica Gorga:

A definição de custos de agência, segundo Jensen e Meckling é dada pela soma (1) dos custos de monitoramento incorridos pelo principal, (2) os gastos realizados pelo próprio agente para garantir ao principal que seus atos não o prejudicarão, e (3) a perda residual. Os custos de agência estão intimamente associados ao problema da separação entre propriedade e controle. Quanto mais a propriedade acionária for dispersa, menor condição terão os acionistas de monitorar efetivamente os administradores, já que deterão menos votos para influenciar as decisões nas assembleias gerais da sociedade e menores incentivos econômicos para fazê-lo. Aqui surge, portanto, o problema da grande sociedade anônima americana, tal como o identificado por Berle e Means, pois, na hipótese do controle gerencial, os acionistas têm dificuldades para monitorar os administradores, que poderão exercer o poder de modo a se perpetuar na gestão. (GORGA, 2013, p. 54).

Tratando especificamente dos fundos de investimento, Flávio Santana Cançado Ribeiro afirma:

Os problemas inerentes à relação de agência são realçados pela dispersão da propriedade das cotas nos fundos de investimento. Via de regra, os fundos contam com inúmeros cotistas, cada qual detendo um percentual ínfimo do total. Existe, pois, uma verdadeira separação entre a propriedade – exercida pelos cotistas; e o controle – exercido pelo administrador. Deste modo, os cotistas têm menos condição de monitorar efetivamente o administrador, já que deterão menos poder político para influenciar as decisões nas assembleias de cotistas e menos incentivos econômicos para fazê-lo. (RIBEIRO, 2015, p. 56-57).

Discorrendo sobre esse conflito no universo norte-americano de fundos de investimento, Lee Harris:

Isso pode ser problemático porque administradores e investidores, frequentemente, têm interesses divergentes. Investidores esperam que os administradores usem a sua expertise para maximizar o valor de seus investimentos. Administradores de fundos, entretanto, buscam afastar a sua responsabilidade, esconder informações, ou pior – redirecionar recursos em seu benefício pessoal.<sup>114</sup> (HARRIS, 2010, p. 263).

---

114 Tradução livre de “This can be problematic because managers and investors frequently turn out to have divergent interests. Investors want managers to use their expertise to maximize the value of their investments. Fund managers, however, might to want to shirk responsibility, hide information, or worse – re-direct firm resources for

E é na remuneração do administrador que reside um dos principais conflitos de agência verificados dentro da estrutura organizacional dos fundos de investimento.<sup>115</sup> Em regra, e isso decorre da própria natureza desses investimentos coletivos, neles não haveria espaço para conflitos de interesses: os cotistas desejam que os administradores usem a sua *expertise* para maximizar os lucros e minimizar os riscos, enquanto os administradores são motivados pela sua própria remuneração, derivada primordialmente da taxa de administração e, em alguns casos, da taxa de *performance* que, como visto, relacionam-se diretamente ao sucesso do fundo.

Contudo, Cláudio Gontijo, Leopoldo Grajeda e Daniel Jacob nos apresentam exemplos concretos desses conflitos:

É comum encontrar fundos que cobram reduzidas taxas de administração como forma de atrair investidores, mas que aplicam os seus recursos em outros fundos afiliados a mesma instituição financeira, os quais, por sua vez, cobram taxas absurdas. Por exemplo, um fundo de fachada cobra taxa de administração de 0,5% a.a. e não cobra taxa de performance, custódia ou carregamento, contudo, aplica os seus recursos em um outro que cobra pesadas taxas. O investidor que passear pelo website da Comissão de Valores Mobiliários, talvez se surpreenda ao encontrar taxas de fundos de administração acima de 8% a.a. e taxas de performance que chegam a 95% do que exceder o CDI! Pior ainda, ele pode estar pagando essas taxas abusivas sem saber (...).

Outra prática imoral, mas nada incomum no mercado de fundos, é fazer um número desnecessariamente grande de operações, de modo que boa parte dos ganhos do investidor resultantes da valorização das ações transforma-se em altos custos de corretagem. Parte dessa corretagem costuma ser devolvida ao gestor do fundo, numa prática conhecida no mercado como ‘rebote’. Isso quando o dono da corretora não é o próprio administrador do fundo, como ocorre na maioria dos bancos.<sup>116</sup> (GONTIJO; GRAJEDA; JACOB, 2011, p. 6).

Esse conflito pode ser ainda mais evidente em relação à taxa de *performance*: diretamente relacionada ao sucesso do fundo, não são raras as hipóteses em que, em detrimento da segurança

---

their own personal benefits”. Disponível em: <<https://www.copyright.com/ccc/basicSearch.do?&operation=go&searchType=0&lastSearch=simple&all=on&titleOrStdNo=0364-94910>>. Acesso em: 6 jan.2016.

115 “(...), Jensen e Meckling (...) definiram a relação de agência como um contrato pelo qual uma pessoa ou um grupo de pessoas, considerados principais, delegam poder de decisão para uma ou mais pessoas, os agentes, realizarem serviços em benefícios dos primeiros. Este contrato, na visão de Jansen e Meckling, define as relações entre acionistas e administradores”. (GORGA, 2013, p. 53).

116 Flávio Santana Cançado Ribeiro (2015, p. 59) aponta outro exemplo: “Nessa esteira, há um fenômeno interessante que merece uma análise mais aprofundada: no Brasil, os clientes de fundos destinados ao varejo, cujas cotas são geralmente distribuídas via agências bancárias, pagam taxa de administração significativamente maiores do que os investidores institucionais. (...). Tal cobrança diferenciada afeta justamente os cotistas mens qualificados, notórios desconhecedores das práticas de mercado de Fundos de Investimento”.

almejada pelos cotistas, administradores optem por investimentos mais arriscados, nos quais, ao certo, o lucro é maior e, conseqüentemente, o risco de perdas também.

Ainda Flávio Santana Cançado Ribeiro:

Em uma análise de 334 Fundos de Investimento norte-americanos no período entre 1976 e 1991, foi demonstrado que administradores com resultados possivelmente ruins em um determinado ano, os ‘perdedores’, manipulavam os riscos diferentemente daqueles que estavam no caminho de obter bons resultados, os ‘ganhadores’. A investigação empírica evidenciou que os perdedores tendem a aumentar a volatilidade após a metade do ano em bases maiores que os ganhadores. Em outras palavras, se estiverem perdendo dinheiro durante o ano, os administradores tendem a tomar mais riscos para tentar reverter o cenário. (RIBEIRO, 2015, p. 63).

A doutrina internacional aponta três medidas aptas a diminuir a ocorrência desses conflitos: (i) o contrato privado; (ii) a maior participação dos investidores nos negócios dos fundos e (iii) um eficaz mecanismo de controle *ex ante* e *ex post* de eventuais abusos dos administradores.

Por meio do contrato privado, quando da instituição do fundo, administradores e investidores poderiam instituir cláusulas regulamentando, por exemplo, a distribuição de lucros aos investidores, a sua liquidação ou a forma de compensação dos seus administradores. Essa solução, conquanto festejada pela doutrina norte-americana,<sup>117</sup> tem pouca ou quase nenhuma utilidade entre nós.

É que toda a estrutura organizacional dos fundos de investimento nos Estados Unidos tem por base a sociedade limitada e o seu respectivo contrato. É de se dizer, ao contrário do que ocorre no Brasil, onde os investidores se limitam a aderir a um regulamento prévia e unilateralmente instituído pelo administrador, lá a constituição do fundo se dá por meio de um contrato livremente negociado entre as partes.

---

117 “Fortunately, resolving the problems created by the divergent interests of managers and investors in the corporate form has been the subject of a substantial body of academic work, most theoretical. According to scholars in this area, one of the principal ways to mitigate agency costs is the corporate context is through private ordering – that is, private contract” (HARRIS, 2010, p. 263). O autor, contudo, é bastante cético quanto a essa solução, para quem o seu valor é superestimado: “Specifically, it attempts to show that in private equity fund context, the importance of many contract design features has been vastly overstated.”

Já uma maior abertura para que os investidores participem diretamente da gestão dos fundos é medida assaz eficiente no combate aos conflitos de agência.<sup>118</sup> Para tanto, e isso foi visto na seção precedente, é necessária uma alteração normativa que imponha essa participação aos administradores. Afinal, seria por demais inocente esperarmos que essa medida fosse implementada unicamente pela vontade de seus gestores, principalmente à mingua de qualquer imposição normativa.

Somada a essa alteração no plano normativo, também seria importante uma revolução na postura adotada pelos investidores em geral, que deveriam exigir, como condição de ingresso em determinado fundo, a garantia de uma maior participação em sua gestão.

Por fim, o controle dos atos dos administradores,<sup>119</sup> medida que já vem sendo satisfatoriamente levada a efeito pela CVM, seja por meio do poder normativo, seja por meio do poder sancionador.

Em ao menos duas oportunidades, a CVM teve a oportunidade de enfrentar questões dessa natureza.

No Processo Administrativo Sancionador RJ 2009/6757, o HSBC Bank Brasil S.A., juntamente com três de seus diretores, foi acusado de cobrar taxas de administração além do razoavelmente aceito:

Conforme descrito na ata da RC de 21/09/2010 e no parecer do Comitê de Termo de Compromisso de 08/09/10, a acusação envolve a não observância do dever de cumprir a política de investimento constante do regulamento do Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento Renda Fixa Automático ('Fundo') e a atuação sem o cuidado e a diligência devidos na defesa dos direitos e interesse dos cotistas ao manterem elevada taxa de administração (11% a.a.) impossibilitando a consecução da meta estabelecida no regulamento do Fundo (30% do CDI), além da não apresentação do termo de adesão dos investidores, (...).

---

118 "Right now, the default rules regarding centralized management, limited liability, and the fiduciary duty of care effectively shut out investor interference with fund manager discretion. Perhaps these default principles ought to be revisited to permit and create incentives for active involvement by investors." (HARRIS, 2010, p. 292).

119 "In light of the prospect of misbehavior, investors will have to take a more active role in the operation of the fund ex ante – i.e., monitoring before fund manager abuse. Indeed, this is already happening. For example, some funds are creating advisory boards, so that the investors can have a role. Additionally, investors monitoring might increase ex post – i.e., monitoring after fund manager misbehavior." (HARRIS, 2010, p. 293).

Antes de seu julgamento final, um termo de compromisso firmado entre os acusados e a autarquia pôs fim ao processo, tendo aqueles assumido o compromisso de ressarcir os cotistas por valores indevidamente cobrados a título de taxa de administração, somando R\$ 4.523.140,00, e de pagar R\$ 904.628,00 à CVM por eventuais danos difusos. (CARVALHO, 2012, p. 111-112, nota 182).

Também, o Processo Administrativo Sancionador RJ 22/2003:

Alexandre Graever, funcionário da SAM responsável pelos fundos administrados pelo BASA, reconheceu que recursos do BASA Invest CP e BASA Seletto foram utilizados para financiar o Banco Santos; (...) entre os títulos privados adquiridos, constam diversas cédulas de crédito bancários emitidos por empresas em situação financeira precária, (...), as provas acima não deixam qualquer dúvida de que a SAM deixou de perseguir os objetivos de seus investidores para beneficiar empresas de seu grupo econômico. 2 – Além disso, os investimentos realizados pela SAM eram absolutamente incompatíveis com o perfil dos investidores de pelo menos dois fundos, (...), que (...) buscavam investimentos conservadores. (...), proponho as seguintes penalidades aos acusados (...): à SAM, suspensão do registro para o exercício da atividade de administração de recursos de terceiros, pelo prazo de 10 (dez) anos; e a Carlos Eduardo Guerra de Figueiredo, suspensão do registro para o exercício da atividade de administração de recursos de terceiros, pelo prazo de 10 (dez) anos.<sup>120</sup>

No plano normativo, uma eficaz medida de controle preventivamente adotada pela CVM foi a positivação, pela ICVM 306/99, da prática do *Chinese Wall*, que consiste na segregação do exercício de administração de carteiras de valores mobiliários das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica administradora. A norma está assim transcrita na ICVM 558/2014, vigente desde 4 de janeiro de 2016 e que revogou a referida ICVM 306/99:

Art. 24. O exercício da administração de carteiras de valores mobiliários deve ser segregado das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, por meio da adoção de procedimentos operacionais, com o objetivo de:

I – garantir a segregação física de instalações entre a área responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários e as áreas responsáveis pela intermediação e distribuição de valores mobiliários;

II – assegurar o bom uso de instalações, equipamentos e informações comuns a mais de um setor da empresa;

---

120 Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 9 jan. 2016.

- III – preservar informações confidenciais e permitir a identificação das pessoas que tenham acesso a elas; e
- IV – restringir o acesso a arquivos e permitir a identificação das pessoas que tenham acesso a informações confidenciais.

Essa prática, portanto, pode consistir na “segregação de informações, para prevenir o acesso a informações privilegiadas; segregação de gestão, com o fito de isolar a atividade de gestão de recursos de terceiros das demais atividades financeiras da instituição e segregação patrimonial, pela qual os recursos e ativos de terceiros não podem se comunicar com outros bens do administrador” (CARVALHO, 2012, p. 118), condutas por demais eficientes, especialmente para que eventuais dificuldades ou problemas financeiros da entidade administradora não contaminem o fundo de investimento e vice-versa.

Também a atividade de *compliance*, a que nos referimos acima (controle interno) e que está expressamente prevista na ICVM 555/2014 (Artigo 91), constitui uma medida interessante no controle desses conflitos de agência, na medida em que garante ao investidor – ao menos esperamos que assim seja – uma segurança de que a atividade de administração esteja sendo exercida de acordo com as normas aplicáveis e, sobretudo, com a política de investimento prevista no respectivo regulamento.

Nessa esteira, ganham relevo os conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos, previstos na ICVM 555/2014 (Artigo 84), que podem, inclusive, ser constituídos pelos próprios cotistas e que, por terem as atribuições estabelecidas no regulamento, ser compostos pelos próprios investidores e dotados de competência gerencial, mesmo sem o *status* do conselho de administração das companhias. Sem dúvida, esses conselhos são importantes instrumentos já normatizados a serem implementados na defesa dos interesses dos investidores, bastando, para tanto, saber serem por eles utilizados.

De uma maneira geral, os problemas relacionados ao conflito de agência podem ser minorados mediante mecanismos que Hansmann e Kraakman denominam “estratégias de governança”, assim sintetizados por Ana Frazão:

- (i) reforço do poder que os acionistas (cotistas) têm de selecionar e destituir administradores (*selection and removal*);
- (ii) reforço do poder de intervir na administração, votar, iniciar ou ratificar decisões administrativas (*initiation and ratification*);

(iii) estratégias de incentivo (*reward*), que busquem compensar a lealdade dos gestores por meio de retornos financeiros (regime de *pay-for-performance* bônus ou outras compensações), evitando conflitos de interesse;

(...);

(v) *trusteeship strategy* que procura eliminar os conflitos de interesse ex ante, utilizando agentes desinteressados, públicos ou privados, que, agindo como trustes, tenham que aprovar ou ratificar determinados atos, tendência que encontra forte respaldo na doutrina estrangeira e foi reforçada após os recentes escândalos financeiros ocorridos nos Estados Unidos, que culminaram com o *Sarbanes-Oxley Act* de 2002. (FRAZÃO, 2011, p. 238-239).

Não restam dúvidas de que essas medidas de controle contribuem, e muito, para evitar a ocorrência desses conflitos de agência e, em boa medida, manter a transparência e a segurança necessárias para que os investidores aportem os seus recursos nos mais variados fundos de investimento existentes do mercado.

## **2.12 A função social e a natureza da responsabilidade dos administradores de fundos de investimento**

Berle e Means (apud GORGA, 2013, p. 118), ao estruturarem a sua teoria, concluíram que “o privilégio dos acionistas (cotistas) de receberem renda e fragmentos de riqueza sem, no entanto, trabalharem para isso (*stockholders toil not*) só pode ser justificado em bases sociais, considerando-se que toda a comunidade possa receber vantagens com isso”. Paraphrasing Teubner (1985, p. 149), a questão, portanto, está em se saber “em favor de quem os administradores de fundos devem atuar?”.<sup>121</sup>

Os fundos de investimento, como restou sobejamente demonstrado ao longo desta dissertação, são mecanismos criados para, ao final, proporcionar ganhos aos seus investidores. Não há, é de se dizer, outro propósito além do lucro. E esse lucro, aliás, é buscado por meio de uma forma peculiar de exercício da atividade empresária.

Com efeito, toda a construção teórica acerca da empresa é feita por intermédio do conceito legal de empresário (artigo 966 do Código Civil), sendo a atividade empresarial compreendida como uma atividade econômica profissionalmente organizada para a produção ou

---

<sup>121</sup> Tradução livre de: “For whom are corporate managers trustees?”.

a circulação de bens e serviços. Em seção precedente, demonstramos a perfeita adequabilidade da atividade exercida pelos fundos ao conceito legal de empresa.

Não há como negar, contudo, que a atividade por eles exercida difere da tradicional forma de atividade empresária dos mais diversos tipos societários. Não há, em sua estrutura interna, a constituição de um estabelecimento comercial propriamente dito, com a contratação de um grupo de empregados que, ao final, oferecerá ao mercado um determinado bem ou serviço de fácil percepção. Basta, para tanto, compararmos as atividades exercidas pelas sociedades em geral e a atividade dos fundos de investimento a fim de percebermos a diferença.

Para as atividades empresariais exercidas pelas companhias, há um extenso arcabouço jurídico que bem delimita a sua atuação: a função social da empresa, princípio que restou expressamente consagrado em dois artigos centrais da Lei das Sociedades Anônimas:

Art. 116. (...).

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

Para essas sociedades, não é difícil vislumbrar a adequabilidade do princípio. Afinal, o estabelecimento empresarial, seja ele comercial ou industrial, tem forte impacto no local em que se institui, importando nas mais diversas relações, desde as diretas, com os empregados e consumidores, até as não menos relevantes relações indiretas, firmadas com terceiros estranhos ao dia a dia da empresa e dos produtos e serviços por ela oferecidos (v. g. meio ambiente). Em relação a elas, o feixe de interesses envolvidos é tranquilamente perceptível e, conseqüentemente, mais facilmente tutelado.

Os fundos de investimento, a seu turno, têm forte natureza especulativa, não havendo, assim, que se falar, ao menos em regra,<sup>122</sup> em um feixe de relações recíprocas com a realidade social circundante e, conseqüentemente, em direitos e deveres subjetivos de outros que não os diretamente envolvidos na atividade (cotistas, administradores e demais empregados). Para deixar a assertiva ainda mais clara, tome-se como exemplo os fundos destinados à aquisição de títulos da dívida pública, onde esse “isolamento social” é facilmente perceptível.

Talvez por isso, quando nos voltamos para as normas regulamentadoras dos fundos de investimento, percebemos que a função social não foi objeto de sua preocupação, inexistindo na ICVM 555/2014 uma linha sequer sobre o princípio. Muito ao contrário, a sensação que essas normas nos passam é de uma clara opção pelo contratualismo moderno,<sup>123</sup> tal como defendido por Hansmann e Kraakman, no sentido de que a função primordial dos fundos de investimento seria a maximização do lucro de seus cotistas.<sup>124</sup>

A seção destinada às “Normas de Conduta” dos administradores bem fundamenta a assertiva:

Art. 92. O administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta:

I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que

122 A exceção são os fundos “ativos”, destinados a aquisição de valores mobiliários e que, por consequência, atribuem aos respectivos fundos a qualidade de acionistas, com o regime jurídico a eles correspondente.

123 “Não é de se estranhar, portanto, que o próprio Jaeger tenha revisto sua teoria 40 anos depois, para identificar o interesse social na perspectiva contratualista à obtenção de shareholder value, i.e., a maximização do valor de venda das ações do sócio”. (SALOMÃO FILHO, 2015, p. 31).

124 Os autores, na obra “The end of history for corporate law” (2000, p. 1-10), defendem a maximização das ações como meio de se atingir o bem social: “There is no longer any serious competitor to the view that corporate law should principally strive to increase long-term shareholder value. This emergent consensus has already profoundly affected corporate governance practices throughout the world. It is only a matter of time before its influence is felt in the reform of corporate law as well. (...) This is not to say that there is agreement that corporations should be run in the interests of shareholders alone, much less that the law should sanction that result. All thoughtful people believe that corporate enterprise should be organized and operated to serve the interests of society as a whole, and that the interests of shareholders deserve no greater weight in this social calculus than do the interests of any other members of society. The point is simply that now, as a consequence of both logic and experience, there is convergence on a consensus that the best means to this end -- the pursuit of aggregate social welfare -- is to make corporate managers strongly accountable to shareholder interests, and (at least in direct terms) only to those interests. It follows that even the extreme proponents of the so-called concession theory of the corporation can embrace the primacy of shareholder interests in good conscience.”

possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão;

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

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

Percebe-se, portanto, que os deveres de lealdade e diligência têm por fim específico o interesse dos cotistas e o do próprio fundo. Não estariam, assim, os seus administradores adstritos também aos fins sociais? Mesmo exercendo uma atividade empresária atípica, não teriam esses administradores deveres fiduciários para com a comunidade direta ou indiretamente envolvida com os negócios dos fundos?

A questão, é bom que se diga, foge dos estreitos limites teóricos e tem uma grande relevância prática, especialmente após 2008, quando a gestão desses fundos foi colocada em xeque, tendo alguns – especialmente os de *Private Equity*<sup>125</sup> – sido apontados como os grandes responsáveis pela crise que assolou o mundo. O envolvimento da economia popular em seus negócios é outro ponto a exigir uma correta delimitação dos deveres e consequente responsabilização, como salienta Otávio Yazbek:

Por fim, vale referir uma questão mais macro e diretamente relacionada aos debates pós-crise, que é da relevância sistêmica dos fundos de investimento e da eventual consideração destes como parte do que se convencionou chamar de *Shadow Banking System*. Essa expressão tem sido usada para designar quaisquer mecanismos que promovem uma captação e alocação de recursos típica do setor bancário, não estando, porém, sujeitos às mesmas regras prudenciais e sistêmicas. Por esse tipo de mecanismo, a rigor, se desempenha

---

125 “Many definitions of PE exist, though, at the simplest level, PE is a medium or long-term equity investment that is not publicly traded on an Exchange. PE includes VC and buyout transactions as well as investments in hedge funds, Fof, PIPEs, distressed debt funds, and other securities. It also includes angel financing or investments in very early stage companies.” (CENDROWSKI et al., 2012. p. 4). No direito brasileiro, são exemplos de fundos dessa natureza o Fundo de Investimento em Participações – FIP, regulamentado pela ICVM 391/2003, e o Fundo de Investimento em Empresas Emergentes – FIEE, regulamentado pela ICVM 209/1994.

uma atividade bastante similar à atividade regulada, sem se incidir nos custos e ônus da regulação.<sup>126</sup>

No plano internacional, especialmente nos Estados Unidos da América, a literatura que se seguiu após a crise de 2008 tangencia o tema, limitando-se a exigir maior transparência desses fundos nas suas relações com os investidores e uma maior qualidade das informações por eles prestadas.<sup>127</sup> Já a União Europeia, através do *The Alternative Investment Fund Managers Directive* (AIFMD), de julho de 2011, impôs uma série de obrigações aos seus administradores, tendo por fundamento o *Treaty on European Union* (TED), paradigmático ao introduzir o conceito de “*social market economy*” ao mercado. Tom Hodge salienta a importância do conceito:

‘Economia de mercado social’ é uma frase significativa, que demonstra a intenção, no âmbito da União Europeia, de se impor uma ‘política econômica ... redefinida pelas ideias que moldaram o sistema socialmente inclusivo e institucionalmente coordenado (economia de mercado social) do Continente e da Escandinávia, no lugar de uma economia de mercado liberal ... dos países de origem Anglo-Saxã.<sup>128</sup> (HODGE, 2014, p. 326).

A compatibilização da função social com a atividade exercida pelos fundos de investimento, contudo, não é uma tarefa de todo fácil, tendo o autor alertado para um aumento dos custos de transações que, no seu entender, importaria em uma radical mudança de sua natureza ou, até mesmo, na sua extinção:

(...), a fraca *performance* dos fundos de *private equity* será exacerbada pela AIFMD. O Bank of New York Mellon estimou que o AIFMD e outras novas regulamentações irão acrescer um extra de 300 milhões a 500 milhões de

---

126 Prefácio da obra *Fundos de Investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. (2015, p. 12).

127 “Whereas investors, especially if public accountable, are interested in more transparent disclosure rules and policies, PE funds consider this a threat to their business model, which is focused on illiquid investments and discontinuous trading, and hence valuation.” (CUMMING et al., 2009, p. 627). Ainda sobre o tema: Cheffins; Armour (2008); Harris (2010) e Spindler (2009). Como demonstrado em passagens anteriores, a transparência e a qualidade das informações foram questões bem enfrentadas pela ICVM 555/2014, não sendo, ao menos em regra, uma preocupação nossa no que diz respeito à responsabilidade social.

128 Tradução livre de: “‘Social market economy’ is a significant phrase, it demonstrates an intent, at the EU-level, to impose a ‘political economy ... redefined by the ideas that have shaped the socially inclusive and institutionally coordinated (social market economies) on the Continent and in Scandinavia, rather than by the liberal market economies ... of the Anglo-Saxon countries.’”

dólares em custos aos fundos de investimento alternativos na União Europeia. Inevitavelmente, os administradores dos fundos irão repassar esses custos aos investidores. Como noticiado pelo Financial Times, esse aumento de custo pode fazer com que os investidores se ‘inclinem a prescindir de uma administração ativa mais cara e, ao contrário, optem por fundos passivos mais baratos. (...)’. Possivelmente, a intenção do AIFMD é tanto compelir os fundos de *private equity* a adequarem-se às ambições da economia de mercado social da União Europeia ou tornar esses fundos tão caros que os investidores olharão para outros lugares, levando os fundos de *private equity* para fora da União Europeia.<sup>129</sup>

De fácil ou não compatibilização, fato é que essa discussão é estranha à realidade jurídica brasileira, na qual a função social da empresa tem assento constitucional e a ela devem se sujeitar todos os empresários e administradores dos mais variados tipos societários e atividades desenvolvidas. Discorrendo sobre o artigo 170 da Carta Constitucional, Ana Frazão pontua:

Se a norma em referência já permitiria a compreensão da base sobre a qual se estrutura a ordem econômica brasileira, esta conclusão é reforçada pelos princípios constantes dos arts. 1º e 3º, da Constituição. Estes mostram claramente que não existe oposição entre a liberdade de iniciativa e as responsabilidades inerentes à autonomia.

Como manifestação da autonomia, da emancipação do homem e do desenvolvimento da personalidade, a livre iniciativa recebe a proteção constitucional em todos os seus desdobramentos. Afinal, a função social não tem a finalidade de anular a livre iniciativa nem de inibir as inovações na órbita empresarial, mas sim de assegurar que o projeto de empresário seja compatível com o igual direito de todos os membros da sociedade de também realizarem os seus respectivos projetos de vida. (FRAZÃO, 2011, p. 193).

Pouco importa, assim, a ausência de qualquer referência à função social nas normas que regulamentam os fundos de investimento em geral. Por expressa disposição constitucional – o que, conseqüentemente, torna mesmo desnecessária qualquer disposição a respeito –, a atividade desenvolvida pelos fundos de investimento sempre haverá de estar pautada também pelo fim

---

129 Tradução livre para: “(...), the poor performance of private equity funds will be exacerbated by the AIFMD. The Bank of New York Mellon has estimated that the AIFMD and other new regulations will add an extra \$ 300 million to \$ 500 million in costs to the EU’s alternative investment fund management industry. Inevitably fund managers will pass these costs onto investors. As the Financial Times notes, this increased costs could make investors ‘inclined to dispense with more expensive active managers and instead opt for cheaper passive funds. (...)’. Arguably, the purpose of the AIFMD is to either compel private equity funds to conform to the EU’s social market economy ambitions or to make such funds so expensive that investors will look elsewhere, driving private equity out of the EU.” (2014, p. 330/331).

social. É tarefa do administrador – muitas das vezes de difícil realização, é verdade – compatibilizar os interesses dos cotistas ao lucro com os demais interesses sociais que estejam, direta ou indiretamente, relacionados àquela atividade.

Ele deve atuar, assim, como verdadeiro “árbitro de vários interesses”, de forma que os seus poderes “sejam exercidos de maneira informada, moderada e proporcional, a fim de não criarem danos desnecessários, inadequados ou desarrazoados para os demais interesses que se projetam sobre a empresa”.<sup>130</sup> E a identificação de quais seriam esses interesses sociais, ao contrário do que possa parecer, não é algo que exige um esforço incomum dos administradores: são eles exatamente aqueles que estão consagrados na Constituição, como, aqui também, leciona Ana Frazão:

Logo, se uma das discussões mais atuais da responsabilidade civil diz respeito à delimitação dos interesses que, se violados, constituirão danos, é inequívoco que, no tema ora em discussão, o texto constitucional já cumpre este papel, previamente definindo os interesses a serem protegidos, em seu art. 170. Dessa maneira, pode-se dizer, pela ótica do *civil law*, que os princípios constitucionais em referência consolidam novos interesses que devem ser tutelados no exercício da livre iniciativa empresarial, sob pena de gerarem a responsabilização civil daqueles que os violarem. Igualmente se pode afirmar, desta feita sob a ótica do *common law*, que os princípios constitucionais mencionados ampliam o dever de cuidado a que estão submetidos empresários e gestores empresariais, sob pena de responsabilidade pessoal destes últimos. (FRAZÃO, 2011, p. 221-222).

Nessa linha de raciocínio, a atuação dos administradores dos fundos de investimento haverá de levar em consideração o pluralismo das relações sociais envolvidas,<sup>131</sup> estando pautada pelos seguintes princípios constitucionais: dignidade da pessoa humana (artigo 1º); soberania nacional; propriedade privada; função social da propriedade; livre concorrência; defesa do consumidor; defesa do meio ambiente; redução das desigualdades regionais e sociais; busca do pleno emprego e proteção das empresas de pequeno porte (artigo 170).

---

130 Essa é a essência do dever de diligência nos moldes preconizados por Ana Frazão (2011, p. 362-363).

131 “One cannot break out of this overly narrow perspective even by being more ambitious and by basing CSR on the responsibilities to social groups ‘external’ to the Corporation. Here, we face variants of one theoretical approach to CSR, the so-called pluralism approach. This approach derives the structures of CSR from the requirements placed by differing social interests and interests groups on the economic enterprise. (...) To be sure, in the pluralist approach the internal perspective has already been left behind. (...) It is not the contribution of a resources that determines to whom manager owe their obligation, but rather society’s interest in the firm’s success.” TEUBNER (1985, p. 157).

Contudo, essa constitucionalização da atividade empresária só é garantia de que o fim social será satisfatoriamente atingido quando estiver consumado o processo de “internacionalização corporativa” desses princípios:

O papel da lei, então, é promover esses processos de reflexão internos. (...). Nossa proposição nos leva a um papel estimulador da lei: o de desenhar as estruturas legais que sistematicamente fortalecerão os mecanismos de reflexão internos dentro do sistema econômico. A ‘constitucionalização’ da corporação privada deve fazer com que a ‘consciência corporativa’ funcione, forçando a organização a internalizar os conflitos externos no seu processo interno de decisão, que haverá de levar em consideração os interesses não econômicos dos trabalhadores, consumidores, e do público em geral. (...). A principal função da lei, então, será substituir intervenções externas de controle por uma efetiva estrutura de controle interno, prevendo estruturas preestabelecidas de uma ‘consciência organizacional’ que reflita o balanço entre funções sociais e sua performance ambiental, (...).<sup>132</sup>

Essa internalização de princípios é de mais fácil verificação nos fundos ativos, nos quais as carteiras são compostas por valores mobiliários de companhias abertas ou fechadas. Como visto em seção precedente, esses fundos assumem o papel de verdadeiros gestores de outras empresas e têm como exemplos mais difundidos o Fundo de Investimento em Participações – FIP, regulamentado pela ICVM 391/2003, e o Fundo de Investimento em Empresas Emergentes – FIEE, regulamentado pela ICVM 209/1994.<sup>133</sup>

---

132 Tradução livre para “The law’s role then is to promote these internal reflexion processes. (...). Our approach leads us rather to a stimulative role of the law: to the design of legal structures which systematically strengthen reflexion mechanisms within the economic system. The ‘constitucionalization’ of the private corporation might make the ‘corporate conscience’ work if that meant to force the organization to internalize outside conflicts in the decision structure itself in order to take into account the non-economic interests of workers, consumers, and the general public. (...). The main function of the law would thus be to substitute outside interventionist control by an effective internal control structure, to design structural preconditions for an ‘organizational conscience’ that would reflect the balance between its social functions and its environmental performance – (...).” (1985, p. 165/166).

133 O Fundo de Investimento em Participação – FIP e o Fundo de Investimento em Empresas Emergentes – FIEE são os que, no direito brasileiro, mais se aproximam dos Fundos de Private Equity ou Venture Capital do direito estrangeiro. Como estes, os nossos têm, como uma de suas características centrais, o empréstimo de expertise para a otimização do controle gerencial das empresas investidas, requisito essencial para a maximização do lucro pretendido com o investimento. “Certain hedge funds focus on shareholder activism as a core investment strategy. An activist shareholder acquires a minority equity position in a public corporation and then applies pressure on management in order to increase shareholder value through changes in corporate policy. Some of the common changes advocated by activist shareholders include reducing corporate costs, repurchasing common shares, increasing corporate leverage, increasing dividends, reducing CEO compensation, reduce cash balances, and divesting certain businesses. In addition, activist shareholders will sometimes campaign against proposed

O Fundo de Investimento em Participações – FIP “é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas”, que tem como principal característica a participação no “processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração”.<sup>134</sup>

Já o Fundo de Investimento em Empresas Emergentes – FIEE, como a própria designação sugere, “é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de valores mobiliários de emissão de empresas emergentes”, que tenham faturamento líquido anual inferior a R\$ 150.000.000,00.<sup>135</sup>

Esses fundos são, portanto, verdadeiros acionistas de outras empresas e, nessa qualidade, haverão de se sujeitar ao regime jurídico que lhes é próprio. É de se dizer: os fundos ativos, acionistas que são, deverão observar, em relação à companhia investida, todos os deveres impostos pela Lei das Sociedades Anônimas, tendo como vetor a função social da empresa, quer na qualidade de simples acionista – quando votam<sup>136</sup> –, quer, mais ainda, na qualidade de administrador ou mesmo controlador, para os quais a lei expressamente impõe a responsabilização social (artigos 116, parágrafo único, e 154 da LSA).<sup>137</sup> Nisso, não diferem dos acionistas, administradores e controladores das companhias em geral.<sup>138</sup>

acquisitions or allocation of cash for purposes that are not perceived to create shareholder value. (...)” (STOWELL, 2013, p. 269).

134 Artigo 2º da ICVM 391/2003.

135 Artigo 1º da ICVM 209/1994.

136 Sobre a sujeição dos acionistas não administradores ou controladores ao princípio da função social da empresa, Ana Frazão (2011, p. 319-320): “Desdobramento importante da função social da empresa é o da proibição do abuso do direito de voto, como consequência lógica do princípio maior de vedação ao abuso do direito. (...). Apesar de a redação legal ser mais restritiva, é inequívoco que, diante da nova visão de interesse social decorrente da função social da empresa, o voto exercido com o fim exclusivo de causar danos aos empregados, consumidores ou à coletividade como um todo, deverá ser considerado igualmente emulativo”.

137 Artigo 116 (...). Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Artigo 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

138 “Assim, quando se está diante de uma sociedade atípica, há a possibilidade de recondução das partes a modelos legais, ou, ao menos, para certos efeitos, há como se aplicarem as diretrizes gerais do direito societário. Isso, por exemplo, pode dar-se em matéria de dissolução e regime de responsabilidade. (...)” (FÉRES, 2011, p. 66).

A questão, porém, ganha outros contornos quando nos deparamos com fundos passivos, de natureza eminentemente especulativa, que têm na sua carteira, por exemplo, títulos da dívida pública ou moedas estrangeiras, e que não objetivam a participação acionária em outras empresas. A diferença, aqui, é a passividade na atuação dos administradores, que condicionam o sucesso do investimento a fatores estranhos ao seu âmbito de atuação. Apesar disso, e mesmo de difícil visualização, também eles estão sujeitos aos ditames sociais consagrados na Carta Constitucional. E não poderia mesmo ser diferente.

Tome-se como exemplo os “fundos abutres” (*vulture funds*)<sup>139</sup> que, a pretexto de investirem em títulos de diversas espécies, exploram situações extremas vivenciadas por Estados soberanos e empresas privadas, buscando sempre a maximização de seus lucros. Comprados, em sua maioria, com grande deságio sobre o seu valor de face, esses fundos buscam a totalidade do crédito estampado no título, muitas das vezes – se não em sua totalidade – a um elevado e desproporcional custo social. O atualíssimo embate entre a Argentina e alguns desses fundos<sup>140</sup> torna evidente a necessidade de, também eles, sujeitarem-se aos ditames da justiça social.

Não há, assim, qualquer exceção: também os fundos de investimento, todos eles, para além do lucro de seus cotistas, deverão pautar a sua atuação na busca maior da justiça social. A norma estampada no artigo 92 da ICVM 555/2014 está a merecer, portanto, uma leitura “constitucionalizada” e, onde lemos “interesses dos cotistas e do fundo”, devemos proceder a uma interpretação extensiva e, na linha do positivado na Lei das Sociedades Anônimas, aí incluímos “as exigências do bem público e da função social da empresa” (artigo 154). Newton de Lucca, reportando-se à Encíclica *Centesimus Annus*, bem resume a nossa conclusão:

A Igreja reconhece a justa função do lucro, como indicador do bom funcionamento da empresa: quando esta dá lucro, isso significa que os fatores produtivos foram adequadamente usados e as correlativas necessidades

---

139 “A vulture fund is a fund or investment company that purchases debt claims as a secondary lender. This means that vulture funds are not primary lenders, but rather are entities that have purchased the debt from some other source, such as a bank. Generally, these funds purchase debt involving highly distressed countries. The sellers of these debts usually are more than willing to rid themselves of these debts because many of these debts may soon come into default or face restructuring negotiations. Thus, the vulture funds purchase this debt as it is about to be written off.” (FUKUDA, 2008, p. 2).

140 Sobre o embate: <[http://www.clarin.com/br/Entenda-caso-fundos-abutres\\_0\\_1158484697.html](http://www.clarin.com/br/Entenda-caso-fundos-abutres_0_1158484697.html)> Acesso em: 8 fev. 2016.; <<http://exame.abril.com.br/mundo/noticias/conheca-os-fundos-abutres-detentores-da-divida-argentina>>. Acesso em: 8 fev. 2016.

humanas devidamente satisfeitas. Todavia, o lucro não é o único indicador das condições da empresa. Pode acontecer que a contabilidade esteja em ordem e simultaneamente os homens, que constituem o patrimônio mais precioso da empresa, sejam humilhados e ofendidos na sua dignidade. Além de ser moralmente inadmissível, isso não pode deixar de se refletir futuramente de modo negativo na própria eficiência econômica da empresa. Com efeito, o objetivo desta não é simplesmente o lucro, mas sim a própria existência da empresa como comunidade de homens que, de diverso modo, procuram a satisfação de suas necessidades fundamentais e constituem um grupo especial ao serviço de toda a sociedade. O lucro é um regulador da vida da empresa, mas não o único; a ele se deve associar a consideração de outros fatores humanos e morais que, a longo prazo, são igualmente essenciais para a vida da empresa. (...). (DE LUCCA, 2009, p. 391).

E é nessa conjugação dos interesses dos cotistas com o interesse social que deve ser interpretada a norma positivada no artigo 79, § 3º, da ICVM 555/2014, a qual traz em si a regra geral de responsabilização dos administradores dos fundos: “independentemente da responsabilidade solidária a que se refere o § 2º, o administrador responde por prejuízos decorrentes de atos e omissões próprios a que der causa, sempre que agir de forma contrária à lei, ao regulamento ou aos atos expedidos pela CVM”. E, sobre ela, não resta qualquer dúvida: é subjetiva a responsabilidade dos administradores dos fundos de investimento.

Aliás, dentro da parca doutrina nacional sobre o tema, pode-se dizer que, desde o pioneiro trabalho de Sheila Perricone (2001, 91), há uma unanimidade de entendimento:

A análise sistemática das leis e normas que tratam a regulação e funcionamento dos fundos de investimento, nos leva a concluir ser subjetiva a responsabilidade de seus administradores, quer em face dos parâmetros de indicação do elemento culpa constante nas formas expedidas pelos órgãos reguladores, quer em face da ausência, em lei e naquelas normas, de expressa designação da responsabilidade objetiva. Assim, somente depois de provada a culpa do administrador, a existência do dano e o nexo de causalidade, é que surgirá o dever de reparar os prejuízos causados aos fundos que administra; (...).

E não poderia mesmo ser diferente. É que a “obrigação contratual assumida pelo administrador de investimentos é unicamente de meio, pela qual este se compromete a envidar os melhores esforços, conhecimentos e experiência adquirida na busca dos melhores resultados para o fundo, sem, contudo, o que lhes é inclusive vedado, obrigar-se a necessariamente alcançar determinado resultado”. (DOTTA, 2005, p. 131). Nesse sentido, a ICVM 555/2014 é taxativa ao afirmar, em seu artigo 40, § 2º, que as informações oferecidas aos investidores “não podem

assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou isenção de risco para o investidor”.

Essa norma, aliás, é mais do que suficiente para afastar a regra positivada no artigo 927, parágrafo único, do Código Civil, que afirma ser objetiva a responsabilidade “quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, riscos para o direito de outrem”.

Como salientado por Eduardo Montenegro Dotta (2005, p. 132), “ainda que se pondere que a atividade normalmente desempenhada pelo administrador envolve risco, o risco em questão, abstraindo-se os riscos operacionais, não é manipulável e nem assumido pelo mesmo. Não é manipulável na medida em que se encontra diretamente relacionado a condições de mercado, nem é assumido, pois a eleição da opção de investimento não é por ele exercida, mas pelo investidor”.<sup>141</sup> No mesmo sentido, Glauber Moreno Talavera:

O que se subtrai e extirpa terminantemente qualquer resquício de possibilidade de que os fundos estejam sob o efeito regulatório do parágrafo único do art. 927 é que, apesar de a atividade desenvolvida pelos administradores de fundos de investimento ser atividade normalmente de risco, os riscos são manifestos e os investidores subscrevem termos de responsabilidade, no qual manifestam ciência irrestrita das possibilidades de perda de capital e, ainda, de eventual necessidade de aporte de capital em casos extremos de perda, que podem acontecer. (TALAVERA, 2003).<sup>142</sup>

Os cotistas são, portanto, partícipes do investimento realizado pelo fundo e, nessa qualidade, não podem invocar o seu risco como causa de eventual indenização por prejuízos

---

141 Discorrendo sobre a natureza da responsabilidade dos administradores de companhias, entendimento em tudo aplicável, também, aos fundos de investimento, Ana Frazão (2011, p. 273/276): “Não faria sentido estender a mesma responsabilidade aos gestores pois, além dos impactos econômicos indesejáveis, o que se pretende, em relação a eles, é que exerçam uma boa gestão, cumprindo o objetivo e o interesse sociais, inclusive no que diz respeito à tutela dos interesses previstos no art. 170, da Constituição. (...). Dessa forma, a responsabilidade objetiva oneraria desproporcionalmente os gestores, desestimulando pessoas para a ocupação de tais funções e criando sérias distorções do ponto de vista econômico, pois tudo leva a crer que, pelo menos em relação aos administradores, o custo da ampliação da responsabilidade civil seria repassado para o preço final de produtos e serviços”.

142 Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/4021/art-957-do-novo-codigo-civil-e-os-fundos-de-investimento>>. Acesso em: 5 fev. 2016. Também, Sheila Pericone (2001, p. 96): “(...) não há que se falar em culpa no caso de depreciação dos ativos da Carteira de um fundo de investimento que resultar, eventualmente, em patrimônio líquido negativo, fato este decorrente das oscilações destes ativos no mercado financeiro e de capitais. Trata-se de risco de mercado que os investidores em fundo de investimento se declaram cientes ao ingressar em tais fundos, inclusive, que poderão ser chamados a aportar recursos adicionais em ocorrendo patrimônio líquido negativo, aliás, conforme determinam as já mencionadas normas dos órgãos reguladores”.

sofridos. Como adverte Rui Stoco (2011, p. 206), “segundo o preceito de regência, atividade perigosa será aquela que possa pôr em risco a segurança e a incolumidade de terceiros, ou seja, de pessoas que estão fora da prática dessa atividade, mas cujo exercício pode causar a estes últimos efeitos maléficos e danosos”.

Aliás, sob a perspectiva social, nem mesmo em relação a eventuais danos causados a terceiros estranhos ao fundo há que se falar em objetivação da responsabilidade em decorrência do risco assumido. Em seção precedente, vimos que os fundos de investimento são tipos societários com âmbito de atuação restrito aos ativos especificamente relacionados nas Instruções da CVM, ativos esses que, certamente, não importam em atividades de risco a quem quer que seja.<sup>143</sup>

E, falando-se em eventual direito ressarcitório de terceiros ante o fundo, não há como se afastar do regime jurídico dos fundos de investimento a norma positivada no artigo 159, § 7º, da LSA.<sup>144</sup> Dessa forma, tanto os cotistas como terceiros poderão intentar ação de responsabilidade individual contra os seus gestores, uma vez que, também em relação a eles, a legislação brasileira “igual a proteção dos terceiros aos acionistas – cotistas – no que diz respeito à responsabilização direta dos gestores”. (FRAZÃO, 2011, p. 366).

A questão, aí, está em se saber quais seriam os pressupostos dessa responsabilização. É de se dizer: também em relação aos fundos de investimento seria a insuficiência patrimonial pressuposto inarredável da ação reparatória proposta contra os seus gestores? Nesse ponto, entendemos haver um distanciamento do regime jurídico a eles aplicável em relação àquele das sociedades anônimas em geral.

---

143 Na III Jornada de Direito Civil, realizada pelo Centro de Estudos Judiciários do Conselho de Justiça Federal, em dezembro de 2004, foi aprovado o seguinte enunciado: “No art. 927, parágrafo único, do CC, o fator de imputação da obrigação de indenizar é a atividade de risco, e não o risco da atividade”. O enunciado mereceu o seguinte comentário de Felipe Kirchner (2008, p. 51): “a ‘atividade de risco’ e o ‘risco de uma atividade’ são realidades distintas. Para efeito do art. 927, parágrafo único, do CC/2002, o risco deve ser atributo da atividade, ou seja, deve ser inseparável e estar presente permanentemente no desenvolvimento do exercício profissional, e não apenas acidentalmente. Assim, restam afastadas do campo de incidência da norma aquelas atividades em que o risco, embora eventualmente presente, não é necessário. Para a aplicação da norma em exame, portanto, a atividade deve implicar, por si só, e sempre, risco para os direitos de outrem”.

144 Art. 159. Compete à companhia, mediante prévia deliberação da assembleia-geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio (...). § 7º A ação prevista neste artigo não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador.

É que toda a discussão a respeito da responsabilidade individual dos administradores das sociedades anônimas – e também dos controladores – leva em consideração a sua personalidade jurídica. Não por outra razão, Ana Frazão (2011, p. 371-387) adverte que “a possibilidade de responsabilização direta dos gestores perante os credores sociais depende, antes de tudo, de uma reflexão atenta sobre as próprias funções da personalização”. Afinal, é a sociedade anônima, enquanto pessoa distinta dos acionistas e gestores, quem exerce a atividade empresarial, razão pela qual “o pressuposto da ação seria, em qualquer hipótese, a – sua – insuficiência patrimonial, sem a qual os credores não teriam nem mesmo interesse de agir”.<sup>145</sup>

Ocorre, porém, que os fundos não possuem personalidade jurídica. Neles, o exercício da atividade empresarial fica a cargo do administrador, pessoa jurídica, a quem compete, pessoalmente ou por meio de auxiliares, a negociação e a contratação dos ativos financeiros e de intermediários que atuam em seu nome, podendo, para tanto, firmar todo e qualquer contrato ou documento para esse fim (artigo 78, § 3º, I, da ICVM 555/2014). A diferença em relação às companhias é evidente: enquanto nelas o administrador contrata em nome da sociedade, nos fundos a contratação é feita em seu nome, mesmo que em benefício do fundo.

Essa característica, somada à função social, elastece o âmbito de incidência da norma do artigo 79, §§ 2º e 3º, da ICVM 555/2014, fazendo com que o administrador responda individualmente “por prejuízos decorrentes de atos e omissões próprios a que der causa, sempre que agir de forma contrária à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM”, não só em relação aos cotistas, como também em relação a eventuais credores sociais.

E, para além da superada discussão sobre a teoria *ultra vires*, também em relação aos fundos de investimento entendemos que “a única perspectiva possível para a concretização da tutela dos credores sociais é a partir dos deveres de lealdade e diligência”, (FRAZÃO, 2011, p.

---

145 Segundo a autora (2011, p. 370-371, nota 1.038): “Para Ascarelli (2001, p. 464) ‘a função econômica da sociedade anônima não pode ser preenchida, a não ser se reconhecida a responsabilidade limitada dos sócios’. Vale ressaltar que, na atualidade, as funções econômicas da personalização são também salientadas pela análise econômica do direito. Nesse sentido, Hansmann e Kraakman (2004, p. 9-10) ressaltam, dentre as vantagens da personalização especialmente no que diz respeito aos credores sociais, (i) a divisão dos riscos das transações com as partes que firmam contratos com a empresa em situações nas quais tais partes estão em melhor posição para suportar estes riscos, (ii) a flexibilização na alocação do risco e retorno entre credores e devedores, reduzindo custos de transação e diminuindo o preço das ações e (iii) a facilitação da administração, já que, ao transferir o risco empresarial dos acionistas para os credores, a personalização possibilita que credores possam monitorar os administradores, uma tarefa para a qual eles podem estar em melhor posição do que os acionistas, especialmente em empresas nas quais existe uma grande dispersão acionária.”

381) expressamente positivados no artigo 92 da ICVM 555/2014. Portanto, quando se fala em responsabilização, seja do fundo, seja de seu administrador, o pressuposto da culpa haverá de ser verificado sempre à luz desses dois deveres. E, quanto a eles, é forçoso concluir ter a ICVM 555/2014 positivado uma séria de condutas que os prestigiam.

No que diz respeito ao dever de lealdade, entre os princípios convertidos em regra de comportamento, estão lá positivados a vedação de obtenção de qualquer tipo de vantagem pessoal (artigo 92, §§ 1º e 2º); os deveres exigíveis nos conflitos de interesse (artigo 92, I) e os deveres de transparência e informação, para os quais a Instrução dedica um capítulo específico (Capítulo V).<sup>146</sup>

Quanto ao dever de diligência: o dever de informação para a tomada de decisões (o já citado Capítulo V); a competência profissional, o conhecimento sobre os seus negócios e a estrutura organizacional compatível com a atividade (o profissionalismo é característica marcante de sua administração); a estruturação de um sistema de vigilância, supervisão e investigação (artigos 83, 84 e 91); o dever de intervir diante de problemas graves ou respectivas ameaças (artigo 91, § 2º) e o respeito a obrigações legais bem definidas (a necessária observância às normas regimentais e do regulamento é reiteradamente afirmada na Instrução).<sup>147</sup>

É a violação a essas normas de conduta, detalhadamente dispostas na ICVM 555/2014, que importará na responsabilização dos administradores frente aos cotistas e, não menos

---

146 “O dever geral de lealdade ainda está intrinsicamente relacionados aos demais deveres a que estão submetidos os gestores, dentre os quais se destacam: (i) o dever geral de agir em prol da companhia, em relação ao qual o dever de lealdade tem a especificidade de impor a vedação de obtenção de qualquer tipo de vantagem pessoal; (ii) os deveres exigíveis no conflito de interesses, que são meros desdobramentos dos deveres de lealdade, (...); (iii) o dever de sigilo, que busca resguardar o segredo dos negócios, (...), evitando a utilização de informações privilegiadas em benefício do próprio administrador ou de terceiros em detrimento dos demais investidores; (...). Sob o enfoque procedimental, importante consequência do dever de lealdade são os deveres de transparência e informação, (...)”. (FRAZÃO, 2011, p. 335-345).

147 “Apesar dos diversos parâmetros envolvidos, o que dificulta consideravelmente a identificação da violação ao dever de diligência, a doutrina e a jurisprudência, tanto no Brasil como no direito estrangeiro, gradativamente depuraram algumas das suas principais consequências, a seguir descritas: (i) o dever de informação para a tomada de decisões; (ii) a competência profissional; (iii) certo grau de perícia compatível com as funções exercidas, embora haja grandes controvérsias a respeito de tal requisito tanto no Brasil como no direito estrangeiro; (iv) o conhecimento sobre os negócios da companhia; (v) a estruturação de uma organização empresarial compatível com as atividades da companhia e o risco por ela assumido; (vi) a estruturação de um sistema de vigilância, supervisão e investigação; (vii) o dever de intervir diante de problemas graves ou respectivas ameaças; (viii) o respeito às obrigações legais bem definidas, com a consequente vedação da violação legal ‘calculada’; (ix) a presença nas reuniões dos órgãos colegiados de que participa; e (x) a adoção de processos decisórios justos, adequados e razoáveis.” (FRAZÃO, 2011, p. 355-358).

importante, na sua responsabilização – e também do fundo – em relação a eventuais credores sociais.

E é importante que isto fique assentado: esse dever de indenizar tem por fundamento a violação aos deveres de lealdade e diligência positivados na LSA e na ICVM 555/2015, interpretados à luz da função social constitucionalmente consagrada. Jamais o fundamento para essa indenização haverá de ser o estatuto consumerista, como, equivocadamente, vêm entendendo os nossos Tribunais (seção 2.8).<sup>148</sup> Assim, melhor andaria o STJ se, na análise do problema, reconhecesse o dever de indenizar não com fundamento no CDC, e sim nas próprias Instruções da CVM ou, por analogia, na LSA (ela sim uma lei “formalmente” federal). Aliás, os fatos descritos em todos aqueles precedentes, mais do que violadores dos princípios consumeristas, importam em manifesta afronta aos deveres de lealdade e diligência consagrados pela CVM e pela LSA, dando azo, também, à devida responsabilização.

E mais. A insuficiência financeira do fundo não é pressuposto para a sua responsabilização individual, já que a sua responsabilidade é pessoal, uma vez que são eles que exercem a atividade empresarial em favor do fundo. Só assim os lídimos direitos dos credores serão devidamente observados, obrigação a que se deve ater a CVM quando da constituição de novos tipos societários.

Essa extensão da responsabilidade, decorrência lógica da função social dos fundos de investimento, não tem, contudo, o condão de imputar aos seus administradores a responsabilidade pelos resultados de suas decisões. Como visto, são de meio as obrigações por eles assumidas, cuja legitimidade haverá de ser aferida pelo princípio do *business judgment rule*, no duplo desdobramento sugerido por Clark:

- (i) a presunção de que, ao tomar uma decisão, os administradores agem sobre uma base informada em boa-fé e na crença honesta de que a ação foi tomada no melhor interesse da companhia; e
- (ii) a ideia de que o mérito das decisões dos administradores é insuscetível de alteração judicial, salvo se o julgamento tiver sido motivado por fraude, conflito

---

<sup>148</sup> A referência a credores sociais não importa, em hipótese alguma, no reconhecimento da existência de relação de consumo na estrutura organizacional dos fundos de investimento. A natureza das atividades por eles desenvolvidas, no que diz respeito a terceiros que não os cotistas, não se enquadra, em hipótese alguma, naquilo que dispõem os artigos 2º e 3º do CDC. E, mesmo em relação aos cotistas, e isso foi objeto de discussão na seção 2.8, não há que se falar em relação de consumo, já que eles são participantes do investimento.

de interesses, ilegalidade e, embora seja controverso, também na hipótese de negligência grave (*gross negligence*). (CLARK apud FRAZÃO, 2011, p. 392).

É esse o princípio que, mais eficazmente, viabiliza o equilíbrio entre a necessidade de punir administradores faltosos e a de estimular condutas e assunções de riscos salutar e, até mesmo, necessários ao desenvolvimento dos fundos de investimento, divisando, assim, condutas tomadas com base na boa-fé daquelas violadoras dos deveres de lealdade e diligência. (FRAZÃO, 2011, p. 393).

Aos fundos de investimento, portanto, aplica-se analogicamente a norma positivada no artigo 159, § 6º, da LSA, que, consagrando o princípio do *business judgment rule*, afirma que “o juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia”. Mas, também aí a norma está a merecer interpretação ampliada para, à luz de sua função social, admitir como legítimas decisões “orientadas para a tutela de outros interesses que não apenas os dos próprios acionistas” e “para o fim de considerar abusivas decisões que, de forma dolosa ou desarrazoada, não atendam aos deveres de proteção e cuidado que se projetam sobre os demais interesses que compõem o interesse social”. (FRAZÃO, 2011, p. 401).

Podemos concluir, assim, que o regime jurídico de responsabilidade dos administradores dos fundos de investimento não difere, em sua essência, do regime aplicável aos administradores dos tipos societários em geral: pautados sempre pelo princípio constitucional da função social da empresa, os interesses de terceiros, direta ou indiretamente, envolvidos pela atividade haverão de ser internalizados no fundo e, em conjunto com os legítimos interesses dos cotistas, nortearão toda a atuação dos administradores que, se exercida em descompasso com os deveres de lealdade e diligência, dará ensejo à devida responsabilização, na modalidade subjetiva.

### 3 CONCLUSÃO

A ideia inicial do trabalho era, a partir das normas que lhe são específicas, fazer um estudo sobre a responsabilidade dos administradores de fundos de investimento no Brasil. Naquela oportunidade, sabíamos que a pouca dedicação da doutrina nacional ao assunto seria um problema a ser superado. Afinal, é evidente o descompasso entre a evolução desse mercado e artigos doutrinários sobre o tema.

Pensávamos, então, que a experiência internacional seria uma fonte supletiva dessa deficiência, de onde poderíamos tirar fundamentos que embasariam a nossa conclusão. Estávamos enganados: os *investment trusts* norte-americanos e ingleses têm bases normativas que pouco se assemelham aos fundos de investimento brasileiros. A eles, portanto, o trabalho dedicou um papel de destaque na história do instituto, sem sombra de dúvidas relevante para a fixação de sua base no Brasil.

Tornou-se imperioso, assim, bem delimitar os pilares que sustentaram o desenvolvimento dessa forma de investimento coletivo no país, já que muitas de suas características iniciais subsistem ainda hoje nas normas que os regulamentam. Mesmo em pequeno número, são substanciais os primeiros trabalhos dedicados aos fundos de investimento brasileiros, os quais trazem em si uma rica descrição de seu desenvolvimento histórico, que foi rememorado ainda no início desta dissertação.

Com a revogação da ICVM 409/2004 e a recente entrada em vigor da ICVM 555/2014, foi necessário revisitar temas específicos aos fundos de investimento, sobre os quais a doutrina mais recente se ocupou com competência, porém sob a égide de normas não mais em vigor. A nova divisão em classes, a correta delimitação do risco, a qualidade dos investidores, bem como as características específicas do instituto, tais como a administração profissional e a limitação de seu objeto, mereceram uma releitura à luz do novo estatuto regulamentador. Na essência, há que se admitir, a nova Instrução trouxe poucas alterações substanciais em relação a tudo que já se escrevera sobre a estrutura organizacional desses fundos.

Mas o trabalho vai além. Ele inova não só em reconhecer a natureza societária dos fundos de investimento – tese ainda pouco acolhida na doutrina –, como também ao emprestar autonomia às normas expedidas pela CVM, que bem delimitam os fundamentos centrais do

instituto. Essas normas, portanto, foram a principal fonte a descortinar problemas atuais sobre os fundos, que ainda não mereceram uma maior atenção por parte da doutrina.

Entre esses problemas, dedicou-se especial atenção à administração profissional desses fundos, que delega à assembleia de cotista um papel de coadjuvante na sua gestão, importando em uma verdadeira dissociação entre propriedade e controle. Aqui, o trabalho também inova ao afirmar serem os fundos de investimento um claro exemplo, se não o único, de um tipo societário com controle gerencial no Brasil. E esse controle, como sói ser quando exercido nas sociedades anônimas em geral, leva, por vezes, a um distanciamento entre os interesses dos cotistas e dos gestores – o conflito de agência – que tem na remuneração dos administradores um contundente exemplo de sua existência.

E, após percorrer todos esses caminhos que, somados, totalizam onze seções da dissertação, o objetivo inicial, enfim, foi alcançado com o estudo dos deveres e consequente responsabilização daqueles que administram os fundos. E, no ponto, há um ineditismo no enfrentamento do problema. Todos os trabalhos até aqui elaborados analisaram a questão unicamente à luz das Instruções editadas pela CVM, inovando, é verdade, ao assentar a natureza subjetiva dessa responsabilidade. Quanto a essa natureza, pode-se afirmar, não há dissenso na doutrina.

Nenhum desses trabalhos, porém, atentou para um fato sobremaneira relevante: o sepulcral silêncio dessas normas sobre a função social dos fundos de investimento. Era importante, assim, bem fixar o âmbito de incidência desse princípio constitucional e afastar qualquer dúvida que pudesse subsistir sobre a submissão dos fundos aos seus ditames. Nesse ponto, a par de inúmeras características divisoras, eles muito se aproximam do regime de responsabilidade estabelecido para os tipos societários em geral, razão pela qual o trabalho se preocupou em demonstrar essa aproximação, sem, contudo, repisar tudo o quanto sobre as sociedades em geral já foi escrito e que vale, também, para os fundos de investimento. A doutrina sobre o tema é bastante farta e a sua repetição, aqui, pouco agregaria ao debate.

Vê-se, assim, que, para além de um estudo restrito à responsabilidade dos gestores, o trabalho procurou analisar as características dos fundos de investimento já sob a égide da ICVM 555/2014, acrescentando, sinteticamente, a seguinte constatação: são eles um tipo societário autônomo, regulamentados por norma especial, submetidos a um controle gerencial, cuja

atuação, mesmo à mingua de qualquer previsão normativa, haverá de estar pautada pela função socialmente estabelecida na Carta Constitucional, sob pena da responsabilização subjetiva de seus administradores.

Muito há a se desvendar no instigante universo dos fundos de investimento no Brasil. Esperamos que, com o presente trabalho, tenhamos dado um pequeno passo nesse sentido.

## REFERÊNCIAS

- ABREU, Maíra Leitoguinhas de Lima. Invalidez das deliberações de assembleias de cotistas de fundo de investimento. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. *Fundos de investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014.
- ALONSO, Félix Ruiz. *Os fundos de investimento*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1971.
- ALVIM, Arruda. *Código do Consumidor comentado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1995.
- ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico*. Rio de Janeiro: Forense, 2001.
- ARGENZIANO, Riccardo. *L'Investment trust*. Milano: Giuffrè, 1952.
- ASHTON, Peter Walter. *Companhias de investimento*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963.
- ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. São Paulo: Atlas, 2010.
- BARRETO FILHO, Oscar. *Regime jurídico das sociedades de investimento*. São Paulo: Max Limonad, 1956.
- BENJAMIN, Antônio Herman; MARQUES, Cláudia Lima; BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de direito do consumidor*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009.
- BULLOCK, Hugh. *The story of investment companies*. New York: Columbia University Press New York, 1959.
- CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. *Caderno de Pesquisa em Administração*, São Paulo, v. 10, n. 1, jan./mar. 2003.
- CAMPINHO, Sérgio. *O direito da empresa à luz do Código Civil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo. O papel regulador da CVM. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, n. 27. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.
- CARVALHAL-DA-SILVA, André; LEAL, Ricardo. Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil. *Coppead Working Paper Series*, n. 390, Nov. 2003. Disponível em: < <http://ssrn.com/abstract=477302> >. Acesso em: 21 dez. 2015.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CENDROWSKI, Harry; PETRO, Louis W.; MARTIN, James P.; WADECKI, Adam A. *Private equity: history, governance, and operations*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2012.

CHEFFINS, Brian; ARMOUR, John. *The eclipse of private equity*. Disponível em: <<http://heinonline.org>>. Acesso em: 6 jan. 2016.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. Volume 2 (*Direito de Empresa*). São Paulo: Saraiva, 2012.

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

CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão; PIMENTA, Vinícius Rodrigues. Fundos de Investimentos. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta. (Coord.); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. (Org.). *Sociedades anônimas e mercado de capitais: homenagem ao Professor Osmar Brina Corrêa Lima*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

CUMMING, Douglas; GILL, Andrej; WALZ, Uwe. *International Private Equity Valuation and Disclosure*. Disponível em: <<http://heinonline.org>>. Acesso em: 6 jan. 2016.

DE LUCCA, Newton. *Da ética geral à ética empresarial*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

DIAS, Luciana Pires. *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*. Dissertação de Mestrado. São Paulo, 2005. FD-USP.

DOTTA, Eduardo Montenegro. *A responsabilidade dos administradores de fundos de investimento no novo Código Civil: uma abordagem da indústria dos fundos de investimento, voltada para a natureza da responsabilidade de seus administradores, sob a ótica dos novos princípios orientadores do direito privado e da regulação do setor*. São Paulo: Textonovo, 2005.

DINIZ, Maria Helena. *Lições de direito empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2012.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. Volume 1. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

\_\_\_\_\_. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

\_\_\_\_\_; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FARIAS, Cristiano Chaves de; ROSENVALD, Nelson. *Curso de direito civil*. São Paulo: Atlas, 2015.

FÉRES, Marcelo Andrade. *Sociedade em comum: disciplina jurídica e institutos afins*. São Paulo: Saraiva, 2011.

FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. *A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: a coordenação do mercado por entidades profissionais*. Dissertação de Mestrado. Belo Horizonte, 2012. FD-UFGM.

FRAZÃO, Ana. *Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

FUKUDA, Kenneth H. *What is a vulture fund?* Disponível em: <<http://ebook.law.uiowa.edu/ebook/faqs/whatis-a-vulture-fund>>. Acesso em: 2 fev. 2016.

GABRICH, Frederico de Andrade. *O Princípio da informação*. Tese de Doutorado. Belo Horizonte, 2007. FD-UFGM.

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

GOMES, Orlando. *Contrato de fidúcia ("trust")*. RF 211/11-20. Rio de Janeiro: Forense, jul./set. 1965.

GONTIJO, Cláudio; GRAJEDA, Leopoldo; JACOB, Daniel. *Fundos de investimento no Brasil*. Série Investidor Consciente – Volume 1. Belo Horizonte: Instituto de Pesquisas em Finanças & Investimentos, 2011.

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

\_\_\_\_\_. *Direito Societário Atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2010.

\_\_\_\_\_. *O direito posto e o direito pressuposto*. São Paulo: Malheiros, 2014.

GREENSPAN, Alan. *A era da turbulência: aventuras em um novo mundo*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *The end of history of corporate law*. Disponível em: <[http://www.law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/280.pdf](http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/280.pdf)>. Acesso em: 5 jan. 2016.

HARRIS, Lee. *A critical theory of private equity*. Disponível em: < <http://heinonline.org>>. Acesso em: 6 jan. 2016.

HODGE, Tom C. *The alternative investment fund managers directive: the european union gives private equity fund managers the “social market economy” treatment*. Disponível em: <<http://heinonline.org>>. Acesso em: 6 jan. 2016.

JENSEN, Michael; MECKLING, William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, Oct. 1976.

KIRCHNER, Felipe. A responsabilidade civil objetiva no art. 927, parágrafo único, do CC/2002. *Revista dos Tribunais*, Vol. 871. São Paulo: Revista dos Tribunais, mai. 2007.

LIMA, Iran Siqueira; LIMA, Geraldo Augusto Sampaio Franco; PIMENTEL, René Coppe (coord.). *Curso de mercado financeiro: tópicos especiais*. São Paulo: Atlas, 2007.

MARTINS, Raphael Manhães. Análise da “aclimação” do *trust* ao direito brasileiro: o caso da propriedade fiduciária. *Revista Quaestio Iuris*, v. 6, n. 2. Disponível em: <<http://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/quaestioiuris/article/viewFile/9593/7426>>. Acesso em: 4 mar. 2016.

MEDAUAR, Odete. *Direito administrativo moderno*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

NETO, Eduardo Salomão. *O trust e o direito brasileiro*. São Paulo: LTr, 1996.

NUNES, Márcio Tadeu Guimarães. *Considerações sobre a nova forma de organização patrimonial no direito brasileiro*. Disponível em: <[http://www.bicharalaw.com.br/midia/Artigo\\_Marcio\\_Tadeu\\_organizacao\\_patrimonial.pdf](http://www.bicharalaw.com.br/midia/Artigo_Marcio_Tadeu_organizacao_patrimonial.pdf)>. Acesso em: 3 mar. 2016.

OLCESE, Tomás. *A propriedade fiduciária de base romanística e o trust inglês: perspectivas comparatísticas*. In: RJurFA7, Fortaleza, v. 12, n. 1, p. 45-67, jan./jun. 2015. Disponível em: <<http://www.fa7.edu.br/periodicos/index.php/revistajuridica/article/view/26/16>>. Acesso em: 1º mar. 2016.

PAJISTE, Bernard. *Investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1958.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Volume I. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

\_\_\_\_\_. *Instituições de direito civil*. Volume IV. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

PERRICONE, Sheila. Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, n. 11. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001.

PIMENTA, Vinícius Rodrigues. *Fundos de investimento: um estudo à luz da instrução CVM N. 409, de 18 de agosto de 2004*. Dissertação de Mestrado. Belo Horizonte, 2006. FD-UFMG.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado. t. LI, parte especial – Direito das Obrigações: Sociedade por Ações. Sociedade em Comandita por Ações. Controle*

*das Sociedades. Sociedades de investimento, de crédito e de financiamento.* São Paulo: Revista dos Tribunais, 1966.

REQUIÃO, Rubens. *Direito comercial.* 1º Volume. São Paulo: Saraiva, 1980.

\_\_\_\_\_. *Direito comercial.* 1º Volume. São Paulo: Saraiva, 2015.

RIBEIRO, Flávio Santana Cançado. Conflitos de interesses nos fundos de investimento: aspectos Polêmicos. FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. *Fundos de Investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários.* São Paulo: Quartier Latin, 2015.

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.* São Paulo: Textonovo, 2003.

RUY, Fernando Estevam Bravin. *Proteção jurídica do investidor-consumidor: mercado de capitais e fundos de investimento.* Dissertação de Mestrado. Rio de Janeiro, 2005. Universidade Gama Filho.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário.* São Paulo: Malheiros, 2015.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *O trust e o direito brasileiro.* São Paulo: LTR, 1996.

SGARBI, Mariana Loyola Ferreira. Fundos de investimento e Código de Defesa do Consumidor. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle. *Fundos de Investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários.* São Paulo: Quartier Latin, 2015.

SILVA, José Afonso da. *Curso de direito constitucional positivo.* São Paulo: Malheiros, 2014.

SILVA, Thiago Mascarenhas de Souza e. *O controle societário nas companhias de fundo private equity listadas na BM&F BOVESPA.* Dissertação de Mestrado. São Paulo, 2010. Escola de Direito de São Paulo da FGV.

SIQUEIRA CASTRO, Carlos Roberto. *Função normativa regulatória e o novo princípio da legalidade.* In: ARAGÃO, Alexandre dos Santos (Coord.). *O poder normativo das agências reguladoras.* Rio de Janeiro: Forense, 2006.

SPINDLER, James C. *How private is private equity, and at what cost?.* Disponível em: <<http://heinonline.org>>. Acesso em: 6 jan. 2016.

STOCO, Rui. *Tratado de Responsabilidade Civil: doutrina e jurisprudência.* São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

STOWELL, David P. *Investment banks, hedge funds and private equity.* Oxford: Elsevier Inc., 2013.

TALAVERA, Glauber Moreno. *Art. 957 do novo Código Civil e os fundos de investimento: justiça retórica, responsabilidade forjada*. Disponível em: <https://jus.com.br/artigos/4021/art-957-do-novo-codigo-civil-e-os-fundos-de-investimento>>. Acesso em: 5 fev. 2016.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. vol. 1. São Paulo: Editora Jurídica José Bushatsky Ltda., 1979.

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

TEUBNER, Gunther. Corporate fiduciary duties and their beneficiaries: a functional approach to the legal institutionalization as corporate responsibility. In: HOPT, Klaus J.; TEUBNER, Gunther (org.). *Corporate Governance and Directors' Liabilities. Legal, Economic and Sociological Analyses on Corporate Social Responsibility*. Berlin/New York: Walter de Gruyter, 1985, p. 149/177.

TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Regulação e auto-regulação no Brasil e a Crise Internacional*. Disponível em: <http://www.bovespaspesupervisaomercado.com.br/InstDownload/BSM-Artigo-MarceloTrindade-e-AlineMenezesSantos.pdf>>. Acesso em: 15 dez. 2015.

VEIGA, Alexandre Brandão da. *Fundos de investimento mobiliário e imobiliário: regime jurídico*. Coimbra: Almedina, 1999.

WALD, Arnoldo. Algumas considerações a respeito da utilização do *trust* no direito brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 99. São Paulo: Revista dos Tribunais, jul./set. 1995.

\_\_\_\_\_. Da natureza jurídica do fundo imobiliário. *Revista Forense*, n. 309. Rio de Janeiro: Forense, 1990.

\_\_\_\_\_; EIZIRIK, Nelson. O regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia frente ao estado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro*, n. 71. São Paulo: Revista dos Tribunais, jan./mar./1986.

YASBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.