

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO - UFRJ  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS - CCJE  
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO - FND

RAFAEL SOUZA PAIVA DE BARROS

**REFLEXÕES SOBRE A NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE  
INVESTIMENTO SOB À LUZ DA LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA**

RIO DE JANEIRO  
2022

RAFAEL SOUZA PAIVA DE BARROS

**REFLEXÕES SOBRE A NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE  
INVESTIMENTO SOB À LUZ DA LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação da Professora Dra. Kone Prieto Furtunato Cesário.

RIO DE JANEIRO

**REFLEXÕES SOBRE A NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE  
INVESTIMENTO SOB À LUZ DA LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação da Professora Dra. Kone Prieto Furtunato Cesário.

Data da Aprovação: \_\_/\_\_/\_\_

Banca Examinadora:

---

Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Kone Prieto Furtunato Cesário

---

Membro da Banca

---

Membro da Banca

**Rio de Janeiro**

**2022**

## AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de destacar o tamanho da influência que minha mãe, Nilma de Souza Coelho, teve e ainda tem na minha trajetória. Minha mãe é o tipo de pessoa que foi derrotada diversas vezes na vida, seja por injustiças ou por acasos da vida, e por todas as vezes ela se levantou e voltou à luta. Minha mãe se inovou diversas vezes, mudou de carreira, recomeçou, melhorou e finalmente conquistou o que ela sempre mereceu. Dada a oportunidade de parar, ela nunca parou, dado os duros golpes que a vida lhe deu, ela nunca deixou de se levantar e bater de volta. Sem dúvidas é minha maior inspiração na vida, e é para ela que é dedicado este trabalho.

Além disso, gostaria de agradecer à minha parceira de vida Annaclara Bragard. Annaclara esteve durante os piores e os melhores momentos dos últimos anos da minha vida. Ela me dá força e muito carinho nos momentos difíceis e comemora comigo nas vitórias. Ter conseguido chegar a esse ponto de engrandecimento da minha vida tem muita influência dela.

Agradeço às minhas irmãs Mariana e Adriana e ao meu falecido irmão Fábio. Mariana é minha irmã gêmea e minha grande amiga e companheira de vida, além de ser um exemplo no sentido de seguir o caminho profissional que se mais ama. Adriana é minha irmã mais velha e sempre foi um grande exemplo de disciplina, dignidade e superação para mim. Fábio é meu irmão que faleceu ainda na minha infância, vítima da violência do Rio de Janeiro, apesar de termos passado pouco tempo juntos, as lembranças dele sempre me trouxeram muita alegria.

Agradeço também aos meus amigos José Vitor Marquina, Tiago Pelegrineti, Felipe Borges, Luiz Henrique Pirrone, Alan Duriez, Bernardo Boechat, Thiago Ouverney, Marcus Mansur e Mariana Menezes. Todos tiveram grande importância em diversos aspectos na minha vida, são exemplos de profissionalismo, humildade, caráter e cumplicidade.

Agradeço também à minha orientadora, Professora Kone Cesário, por toda disponibilidade, paciência e ajuda durante a realização deste trabalho.

## **RESUMO**

O presente trabalho tem por objetivo analisar os principais fatores que influenciam a questão da Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento no Brasil à luz da Lei de Liberdade Econômica. O escopo da pesquisa é analisar o histórico e questões centrais que circulam o sentido da Natureza Jurídica do instituto dos Fundos de Investimento.

## **ABSTRACT**

This paper aims to analyze the main factors that influence the issue of the Juridical Nature of Investment Funds in Brazil in light of the Economic Freedom Law. The scope of the research is to analyze the history and central issues that circulate the meaning of the Juridical Nature of the institute of Investment Funds.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>8</b>
<b>2. BREVE APANHADO HISTÓRICO.....</b>	<b>9</b>
<b>3. ESTRUTURA DOS FUNDOS E A LIMITAÇÃO DA RESPONSABILIDADE À LUZ DA LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA .....</b>	<b>15</b>
<b>4. A NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO À LUZ DA LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA .....</b>	<b>24</b>
<b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>31</b>
<b>6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>34</b>

## 1. INTRODUÇÃO

No que se refere ao regime da natureza jurídica dos Fundos de Investimento, é fundamental aludir à função social e econômica dos mesmos, de acordo com Mário Tavernard Martins de Carvalho traz um ponto de vista interessante, destacando que os fundos de investimento tem com finalidade e funcionalidade a alocação de recursos, gestão especializadas dos mesmos, acesso destes recursos ao mercado financeiro, e proporcionar rentabilidade e liquidez e por óbvio, compensação adequada ao tipo de risco corrido e determinado pelo estilo de investimento e formação de carteiras de ativos do Fundo de Investimento.

Os fundos de investimento representam enorme fatia do mercado financeiro brasileiro, atingindo cerca de 7,2 trilhões de reais de patrimônio líquido, presentes em diversos estilos e estratégias, desde as mais conservadoras às mais ousadas. Dessa forma, trata-se de um mercado de rápida evolução nas últimas décadas no Brasil, porém com um arcabouço normativo que ainda gera diversas questões e dúvidas doutrinárias e práticas.

Mais adiante, a análise desse trabalho fez-se do uso do método exploratório ao ponto que objeto deste trabalho foi estudar fontes doutrinárias, históricas e documentais sobre as questões que circulam a natureza jurídica dos fundos de investimento no Brasil.

Dito isso, o trabalho se propõe a, primeiramente, explorar o contexto histórico dos fundos de investimento, passando pelos principais atos normativos que balizaram as atividades deste mercado. Além disso, estudaremos as estruturas de organização dos fundos de investimento e a questão da limitação da responsabilidade trazida pela Lei de Liberdade Econômica. Dessa forma, entraremos nos estudos sobre a natureza jurídica de tal instituto à vista das inovações trazidas pela Lei de Liberdade Econômica.

O mercado de fundos de investimento no Brasil se faz presente em todas as pontas da economia, desde o início das atividades empreendedoras como as startups, passando por grandes operações financeiras do Mercado de Capitais, até ativos alternativos e derivativos. Dessa forma, há enorme relevância no que se refere aos ditames legislativos e regulatórios sobre os fundos de investimento no Brasil e ao ponto que a Lei de Liberdade Econômica trouxe diversas inovações para este mercado, torna-se necessária a análise sobre os institutos jurídicos que permeiam a questão sobre a Natureza Jurídica dos Fundos de investimento no Brasil, passando por uma visão histórica e doutrinária sobre a questão, entendimento sobre a estrutura e características dos fundos, e análise sobre a questão da responsabilidade.

## 2. BREVE APANHADO HISTÓRICO

Os fundos de investimento tiveram sua origem na Inglaterra do século XIX, mais especificamente, por meio da instituição dos *investment trusts* sob a forma de condomínio fechado. Tal inovação jurídica foi impulsionada pela expansão do império inglês e seus grandes financiadores, as companhias de investimento, tais como a Companhia das Índias Orientais, o que estimulou a criação de uma base jurídica para a atividade de grandes sociedades e negociação de suas ações.

Conforme a criação de um mercado ainda embrionário de veículos de investimento que estavam inseridos em um ambiente com baixíssima regulação de suas atividades, gerou-se um cenário de especulação exacerbada sobre as sociedades de investimentos. Isto é, na época era comum a criação de sociedades de investimento, como meios de captação de recursos, mas sem a apresentação de qualquer viabilidade econômica nas atividades a serem investidas, o que, por óbvio, não gerava valor intrínseco qualquer, apenas oportunidades especulativas, o chamado *zero sum game*, o que eventualmente levava prejuízo à população. Dessa maneira, ao observar tal cenário, o governo inglês passou o *Bubble Act* em 1720, que proibiu a formação de qualquer sociedade de investimento sem a aprovação prévia do governo inglês, e foi seguido pelo *Bubble Schemes, Colonies Act* de 1740 para a inclusão das colônias, evidenciando não só a expansão do império britânico, mas a conseqüente chegada das estruturas financeiras que protagonizaram tal expansão. A vedação à criação de sociedades de investimento sem a autorização do governo britânico é muito relevante ao ponto que atores do mercado passaram a utilizar os *trusts* já que não tinham natureza societária.

No entanto, com o desenvolvimento legislativo da época, inclusive com o estabelecimento da limitação da responsabilidade dos sócios em meados do século XIX, o caminho tornou-se livre para que os veículos de investimento que tinham natureza jurídica de sociedade e, portanto, vinham acompanhados de camadas protetoras ao patrimônio pessoal dos investidores, tomassem a frente no mercado.

Com a finalidade de prevenir fraudes e má-fé dos atuantes, foi editado o *Companies Act* de 1862. Tal instrumento reestruturou a disciplina jurídica das sociedades anônimas da época, que contavam com formalidades desnecessárias de um dispositivo jurídico anterior, o *Joint Stock Companies Act* de 1844. A nova regulamentação atraiu novos investidores pela simplicidade na estrutura de capital (CARVALHO, 2012, p.40).

Mais adiante, o mercado continuou a evoluir com o *Foreign and Colonial Investment Trust*. Tal veículo de investimento é hoje o fundo fechado mais antigo do mundo, tendo feito seus primeiros investimentos em 1868 e tinha por objetivo “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”.

Nessa linha, a predominância da natureza societária perdurou até a década de 1930, na qual novas tendências regulatórias motivadas pela grande depressão favoreceram o retorno do *trust* fiduciário, que tem como maior exemplo *First British Fixed Trust*, considerado por Ricardo de Santos Freitas um marco central na indústria internacional de fundos, pois, pela primeira vez, criou-se um veículo de investimento que institui uma relação direta entre uma sociedade de gestão de recursos profissional e especializada. Nesse quadro, o fundo e o detento dos interesses sociais (o investidor) estariam alinhados com o sentido contemporâneo de administração de recursos de terceiros (FREITAS, 2006, p.68).

Já nos Estados Unidos da América, logo no início do século XIX, sociedades de investimentos como a *Massachussets Hospital Life Insurance Company* atuavam de forma muito semelhantes aos *trusts* da Inglaterra supracitados (CARVALHO, 2012, p.44). Nessa linha, já no século XX, as sociedades de investimento tiveram grande destaque, principalmente na década de 1920. Tal década foi caracterizada por grande crescimento econômico e efervescência cultural norte-americana consequente do fim da primeira guerra mundial, sendo essa época conhecida como os *roaring twenties*.

Dessa maneira, a criação dos *investment trusts* explodiu, passando de 40 em 1921 a 760 em 1929, ano da grande queda da economia americana (FREITAS, 2006, p.70). No cenário de crise econômica, novos mecanismos jurídicos/regulatórios surgiram para regular as atividades do mercado de capitais bem como os *investment trusts*. A exemplo disso, podemos citar alguns desses atos normativos como o *Securities Act* de 1933, que teve por objetivo requerer que investidores recebessem as informações necessárias tangentes ao investimento feito e evitar fraudes, bem como o *Investment Company Act* de 1940, que regulou a organização de companhias e fundos a fim de minimizar conflitos de interesse em operações financeiras complexas e expandir o acesso do público à informações financeiras dos investimentos feitos.

Sobre o ambiente jurídico brasileiro, os primeiros fundos de investimento surgiram no mercado na década de 1940. É interessante aqui destacar que os fundos pioneiros no Brasil

tinham natureza societária, sendo instituídos como sociedades em conta de participação. É necessária a compreensão que o fundo de investimento no Brasil tem suas origens como figura regulada por lei nas agora extintas sociedades de investimento, sendo assim, historicamente a intenção de se acumular recursos para serem administrados por terceiros com a finalidade de aplicá-los à fins rentáveis, encontra na sociedade sua primeira modalidade organizacional (FREITAS, 2006, p. 79).

À vista disso, o primeiro marco normativo veio ainda na década de 1940 com o Decreto-Lei 7.583/1945, que mencionava brevemente as companhias de investimento e, ainda neste ano, o Ministério da Fazenda editou o a Portaria 88. Dito isso, até esse momento não houve um posicionamento quanto a definição e caracterização desses veículos de investimento, porém, já no ano seguinte, com a promulgação da Constituição de 1946, delegou-se a competência para que a União fiscalizasse e legislasse o mercado financeiro, direito financeiro e instituições de crédito.

Foram criados diversos veículos com a estrutura de sociedade de investimento em conta de participação, assim como Deltec S.A. – Investimentos e Administrações e Fundo Brasil de Participação e Valores.

O primeiro fundo constituído com natureza condominial foi o Fundo Crescinco, criado por Nelson Rockefeller, em 1957. O Crescinco teve na sua origem a International Basic Economy Corporation, que foi apoiada por grandes 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. O fundo Crescinco inaugurou no mercado brasileiro uma prática de transparência e prestação de contas dos administradores do fundo para com seus investidores. Ao contrário do que se passava com as formas societárias preponderantes da época, ao realizar o aporte de recursos, o investidor recebia um “certificado de investimento”, representativo de frações ideais do acervo total do fundo. No entanto, ao investidor eram vedados o direito de voto e a participação direta em sua política de investimento.

À vista disso, foi aprovada a Lei 3.470/1958 que fazia com que fundos de investimento que tivessem natureza de condomínio teriam vantagens tributárias, mais especificamente, estariam eximidos de pagamento de imposto de renda ao passo que os fundos condominiais fossem administrados por sociedades de investimento não investissem mais de 10% dos recursos do fundo em apenas um ativo/empresa e distribuíssem os resultados anualmente. Aqui, já é possível entendermos o início do cenário de incentivos por parte do Estado brasileiro para

que haja preferência pelo regime condominial sobre estruturas societárias. Ademais, cerca de uma década depois, foi criada a Lei 4.728/1965, disciplinando de forma mais ampla os fundos sob a forma de condomínio (MARTINS, 2022, p.773). Sobre este ato normativo, destaca-se a tentativa do legislador de configurar o meio de investimento coletivo como forma de sociedade mediante a criação da figura da sociedade de capital autorizado que, inclusive, contava com isenção fiscal para a transformação dos fundos de natureza condominial em sociedades de capital autorizado. As sociedades de capital autorizado, tinham por característica dois fatores centrais que acabavam por dificultar o desenvolvimento desse veículo como meio de investimento coletivo: um teto máximo de capital, acima do qual não poderia haver novos aportes por par dos investidores, salvo em casos de expressa autorização da assembleia e um limite mínimo de capital subscrito, abaixo do qual não poderia permanecer.

Já na seara regulatória, o Banco Central passou a Resolução nº 145 instituindo a figura dos Fundos Mútuos de investimento com natureza condominial. Tal Resolução foi a resposta dada pelo Governo Federal às insatisfações advindas do modelo de sociedade de capital autorizado, atendendo as demandas dos investidores e dos administradores e apaziguando os receios do Banco Central ao ponto que os agora fundos de investimento com natureza condominial deveriam ter seus atos constitutivos registrados perante a autoridade competente e inscrição própria no cadastro de contribuintes da Receita Federal e, dessa forma, do ponto de vista do legislador, constituindo propriedade dos quotistas e não dos administradores do fundo. Sendo a parte do registro similar aos parâmetros atuais (FREITAS, 2006, p. 82).

Por quase 3 décadas, a Lei 4.728/1965 foi o cerne do sistema jurídico brasileiro sobre fundos de investimento. Na década de 1990, as demandas desse mercado influíram na edição da Lei 8.668/1993, que se dedica a permitir a criação de fundos de investimento imobiliários. Esta inovação é relevante, já que instituiu a possibilidade de limitar a reponsabilidade dos quotistas ao valor de suas quotas.

Mais adiante, à vista da reforma da Lei 6.385/1976, que instituiu a consideração das quotas dos fundos de investimento como valores mobiliários e, portanto, sob competência regulatória da CVM, foram introduzidas diversas normas para balizar as atividades dos fundos. No entanto, o Banco Central ainda detinha competência residual na regulação dos fundos e, Ricardo de Santos Freitas expõe que o Banco Central e a CVM, ao regularem questões dos diversos tipos de fundos, 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).

Importante salientarmos a relevância que um ambiente regulatório bem estruturado tem para a estabilidade da atuação dos fundos de investimento no Brasil, especialmente para que os parâmetros regulatórios balizem a tomada de risco dos gestores e administrativos. Sobre isso, Eizirik explica que:

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, 2011, p. 20-21)

Atualmente, a principal regra para os fundos de investimento é a Instrução CVM 555/2014 que deu sequência a Instrução CVM nº 409/2004. Essas Instruções são resultantes de um processo prolongado de evolução do mercado de valores mobiliários no Brasil e com forte influência da experiência internacional, trouxeram importantes avanços quanto à eficiência e à competitividade do mercado nacional. Outro ato regulatório que influencia os fundos de investimento de forma geral é a Instrução CVM 558/2015, que versa sobre as atividades da administração de carteiras de valores mobiliários (serviços de administração fiduciária e gestão de carteira). Mais adiante, existem fundos que possuem regulamentação específica, assim como os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (chamados FIDCs) que atuam por meio da compra e venda de ativos recebíveis judiciais como precatórios, que são regulados pela Instrução CVM 356/2001. Noutro ponto, alguns fundos tratam com maior profundidade ativos securitizados, assim como Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados, tendendo a ser menos acessíveis a generalidade de investidores, que são regulados pela Instrução CVM 444/2006. Já sobre os Fundos de Investimento em Participações, que são fundos atuantes nos chamados mercados ilíquidos, ou seja, detém participações em empresas privadas, assim como fundos de investimento *Venture Capital* e *Private Equity* tem sua atividade regulada pela Instrução CVM 578/2016. Dessa maneira, por último, nós temos os Fundos de Investimento Imobiliários, que são regulados pela Instrução CVM 472/2008 (FRAZÃO et.al, 2020 pg 563).

Por outro lado, parte importante dos ditames regulatórios do mercado de fundos de investimento não tem por origem a CVM, mas sim a autorregulação. A autorregulação caracteriza-se pela participação dos agentes econômicos na elaboração das diretrizes a serem seguidas. Sobre este assunto, destaca-se:

Nossa conclusão, após a análise do atual estágio da regulação e da autorregulação brasileiras, é a de que 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 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)

Nessa linha, é possível observarmos benefícios qualitativos e quantitativos na autorregulação. Adriano Ferraz ensina que são claras as vantagens no que se refere à diminuição dos custos, tecnicidade das decisões, economia das punições em troca de autocontrole dos atores, entre outros fatores (FERRAZ, 2012, p. 90). Porém, claro, a CVM também faz um papel extremamente técnico e, por vezes, trabalha em conjunto com os fundos de investimento para lapidar as regulamentações a serem passadas.

### **3. ESTRUTURA DOS FUNDOS E A LIMITAÇÃO DA RESPONSABILIDADE À LUZ DA LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA**

Em primeiro lugar, é necessária a observação dos dizeres da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) no referente às responsabilidades dos quotistas dos fundos de investimento. Mais especificamente, trataremos da Instrução CVM nº 555 de 17 de dezembro de 2014. Inicialmente, no que tange os novos quotistas que aderem seu patrimônio à gestão do fundo, faz-se necessária, por instrução da própria CVM, a leitura e conhecimento do regulamento do fundo em questão, práticas de investimento e histórico das figuras dos administradores. Mais adiante, algumas obrigações básicas estão atreladas à aderência ao fundo de investimento, assim como a integralização das quotas e reponsabilidade sobre o patrimônio líquido negativo do fundo.

No que tange o dever de integralizar as quotas dos fundos de investimento, este decorre do ato de subscrição de tais quotas e, da maneira que a lista ou boletim de subscrição determina a data para a integralização, fica o subscritor obrigado à realização da integralização, ou seja, o depósito do aporte.

Inicialmente, é fundamental adentrarmos nas diretrizes da CVM no tocante ao registro inicial dos fundos de investimentos no Brasil. A constituição do fundo de investimento cabe à figura do administrador, que aqui entende-se como pessoa jurídica com autorização do órgão para administrar carteiras, ou seja, um portfólio de valores mobiliários<sup>1</sup>.

A solicitação do registro do fundo de investimento feita à CVM deve ser acompanhada do regulamento<sup>2</sup>, e tal documento podemos equiparar ao Estatuto de uma sociedade anônima, onde constará descritas as atividades a serem realizadas pelo fundo, seus objetivos e políticas de investimento (EIZIRIK, 2011). Além disso, o regulamento determinará se o fundo é de espécie aberta ou fechada – entende-se como de espécie aberta o fundo no qual os quotistas poderão resgatar suas quotas a qualquer tempo e, de espécie fechada o fundo que não autoriza o resgate de quotas ou entrada de novos quotistas após a emissão –, prazo de duração, taxas de administração e performance (aqui entende-se taxa de administração como a cobrança feita pelo administrador não importando o rendimento dos ativos selecionados pelo fundo de investimento, e taxa de performance como a cobrança feita ao ponto que o rendimento do fundo

---

<sup>1</sup> Art. 2º e 6º da Instrução CVM nº 555/2014.

<sup>2</sup> Art. 8º da Instrução CVM nº 555/2014.

ultrapassa certa margem de performance, a chamada *hurdle rate*) entre outras informações essenciais nos termos do artigo 48 da IN CVM 555 de 2014.

Em relação ao administrador, diferentemente de uma sociedade anônima, conforme o já comentado, este é uma pessoa jurídica. Nessa linha, o administrador do fundo pode contratar terceiros competentes para exercer as funções necessárias direta ou indiretamente para a manutenção ou funcionamento do fundo<sup>3</sup>. Dessa maneira, o administrador poderá contratar um gestor de carteiras de valores mobiliários com poderes para realizar as negociações e contratações de ativos financeiros, além disso, uma das funções mais importantes aqui é possibilidade do gestor exercer os direitos de voto decorrentes dos ativos financeiros adquiridos pelo fundo de investimento, ou seja, ao ponto que o fundo hipotético adquira ações que possuem direitos de votos, o gestor deverá exercer tais direitos em conformidade com as diretrizes de voto presentes no regulamento do fundo.

Nessa linha, Mario Tavernard Martins de Carvalho traz a seguinte perspectiva doutrinária:

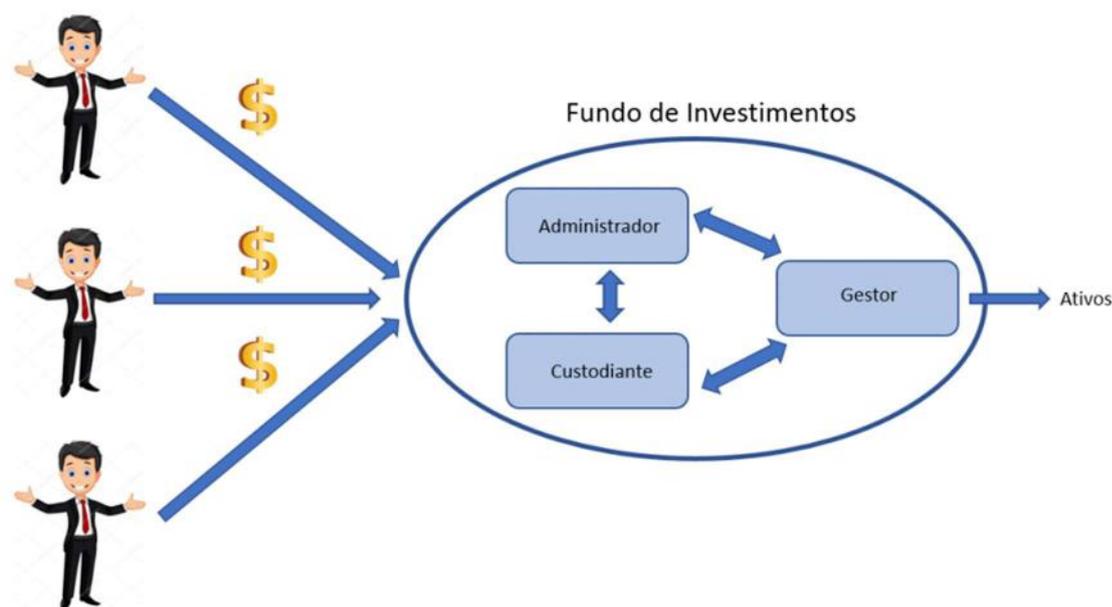
O administrador deve exercer todas as atividades relativas ao regular funcionamento e manutenção do fundo, observado o que a respeito dispuser as normas correspondentes e o regulamento. Trata-se, em verdade, de uma relação de fideiúcia, pela qual o administrador presta serviços ao fundo e, indiretamente, aos cotistas (CARVALHO, 2012. p. 105).

Já no que tange à figura do custodiante, também contratado pelo administrador, este tem por função guardar os ativos, ou seja, o gestor responsável pela tomada de decisões de investimentos adquire os ativos financeiros e o custodiante tem a guarda dos ativos. Mais adiante, o custodiante é autorizado pela CVM para realizar as operações financeiras, dessa forma, comprando, vendendo, transferindo, depositando e retirando ativos como, por exemplo, ações.

Dinâmica básica de fundos de investimento:

---

<sup>3</sup> Art. 78º da Instrução CVM nº 555/2014.



No referente aos tipos de fundos de investimento, estes se diferenciam de acordo com a composição da carteira. Dessa forma, vale destacar os tipos de fundo trazidos pela IN CVM 555.

Sobre os fundos de Renda Fixa, estes devem compor sua carteira de investimentos com ativos que tenham como principal fator de risco a variação da taxa de juros (SELIC) e/ou o índice de preços, por exemplo o IPCA. Especificamente, os fundos de renda fixa que possuem ativos que se caracterizam por investimentos em títulos públicos ou títulos privados pré-fixados ou indexados à SELIC com o prazo médio de menos de 60 dias, devem ser classificados como de Curto Prazo. Outro tipo, os fundos de investimento em Renda Fixa que tenham 95% de seu patrimônio líquido investidos em ativos que acompanham a performance de determinado índice, devem ser classificados como Referenciados. Mais adiante, fundos de Renda Fixa que destinam 95% ou mais de seu patrimônio líquido em títulos de dívida federais ou títulos privados que tenham a mesma classificação e risco que tais títulos federais, podem ser chamados de fundos Simples. Por fim, os fundos que detêm 80% ou mais do seu patrimônio de títulos de dívida externa são denominados fundos de Dívida Externa<sup>4</sup>.

Já os fundos classificados como de Ações, em termos básicos, são os fundos de investimento caracterizados por ter como o principal fator de risco a variação das ações negociadas em mercado organizado. Aqui entende-se mercado organizado como bolsa de

<sup>4</sup> Art. 113º da Instrução CVM nº 555/2014.

valores (exemplo: B3). A CVM determina que este tipo de fundo de investimento deve apresentar ao menos 67% dos investimentos em ações negociadas em mercado organizado, bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações (exemplo: os chamados BDRs<sup>5</sup>) ou quotas de fundos de ações<sup>6</sup>.

Já os fundos cambiais, possuem uma estrutura mais simples, sendo caracterizados como aqueles fundos que tem por principal fator de risco a variação do câmbio, ou seja, preços de moeda estrangeira. Dessa maneira, os mesmos devem apresentar ao menos 80% de sua carteira de investimentos comporta por ativos que estejam relacionados ao fator de risco descrito acima<sup>7</sup>.

No que se refere aos fundos de investimento Multimercados, estes são caracterizados por uma pluralidade de fatores de risco, ou seja, não há compromisso de concentração dos ativos da carteira de investimentos em determinada classe de ativo, conforme o observado nas classificações anteriores.

Passadas as noções básicas das primeiras obrigações dos quotistas junto ao fundo de investimento, vale aqui tratarmos de uma das questões basilares do mercado de fundos no Brasil: a responsabilidade sobre o patrimônio líquido negativo, tornando-se importante destacar que esta característica é advinda da natureza jurídica condominial dos fundos de investimento no Brasil.

Neste ponto, vale de forma superficial, destacar que a Lei de Liberdade Econômica alterou o Artigo 1.368-C do Código Civil de 2002 para determinar que fundos de investimento possuem natureza jurídica de condomínio especial – ponto que adentraremos com mais profundidade no decorrer deste trabalho<sup>8</sup>.

A Instrução CVM nº 555 de 17 de dezembro de 2014 determina, em seu artigo 15º que os quotistas devem responder patrimonialmente pelo eventual patrimônio negativo do fundo de investimento. Ou seja, caso o fundo de investimento venha a ter seus ativos marcados a zero – uma hipótese exagerada e exemplificativa é um fundo de investimento que tenha as ações das empresas de capital aberto, nas quais investiu cotadas à zero – os quotistas do fundo provavelmente terão que arcar com as despesas de manutenção ou liquidação do mesmo e outra possibilidade é um fundo de investimento que atua na ceara dos derivativos – instrumentos financeiros cujo valor advêm de outros ativos como ações – ou atuam com posições financeiras

---

<sup>5</sup> *Brazilian Depository Receipts*

<sup>6</sup> Art. 115º da Instrução CVM nº 555/2014.

<sup>7</sup> Art. 115º da Instrução CVM nº 555/2014.

<sup>8</sup> Artigo 1.368-C do Código Civil de 2002.

*short*<sup>9</sup>, que se valorizam enquanto as ações vendidas *short* diminuem de valor. No entanto, caso as ações se valorizem, a posição financeira pode ser, inclusive, negativa além do aporte inicial (ou seja, o fundo pode perder mais do que foi originalmente investido). Noutro ponto, vale também destacar que, alguns fundos, como fundos de investimento em participações como os fundos *Private Equity*<sup>10</sup> e *Venture Capital*, que detém o controle em companhias investidas regem sobre estes uma responsabilização devido à posição de grande relevância na companhia controlada.

Mais adiante, o legislador no Artigo 1.386-D abriu a possibilidade para que o regulamento do fundo que, conforme o já destacado, trata-se do instrumento que rege a vida negocial do fundo e é análogo ao Estatuto de uma Sociedade Anônima, possa estabelecer a limitação da responsabilidade dos quotistas sobre o valor de suas quotas sociais. Noutro ponto, o dispositivo traz a possibilidade da inclusão no regulamento do fundo a limitação da responsabilidade dos prestadores de serviço. Além disso, há a possibilidade de emissão de diferentes classes com direitos e obrigações distintos<sup>11</sup>. Nesse sentido, cabe analisar os dois elementos trazidos pelo artigo aqui citado referentes à responsabilidade.

A limitação da responsabilidade dos quotistas ao valor de suas cotas trata-se de uma questão antiga e muito demandada por investidores no país. Nessa linha, é necessária a observação que os fundos de investimento, conforme o regimento anterior, não se beneficiam dos elementos benéficos das sociedades empresárias, elementos estes que foram essenciais para a evolução do comércio pós-revolução industrial. Sociedades empresárias contam com características como a responsabilidade limitada e um regime de deveres fiduciários. Por outro lado, os fundos de investimento no Brasil apresentam algumas vantagens tributárias (o que não cabe neste trabalho adentrar), fazendo com que sejam utilizados mesmo com as desvantagens citadas. Uma reflexão pertinente é que caso o regime tributário das sociedades empresárias e dos fundos de investimento fossem equiparados, poderíamos imaginar que a estrutura de um fundo de investimento seria abandonada por organizações mais sólidas, assim como ocorre nos Estados Unidos, onde as estruturas jurídicas são societárias, sendo exemplo disso, as organizações mais comuns, as *Limited Liability Companies* (MARTINS, 2022, p.773).

---

<sup>9</sup> Uma posição *short* trata-se da venda de um ativo financeiro, assim como ações, de forma descoberta ou seja, o fundo de investimento vende a ação sem possui-la em sua carteira. Dessa maneira, o fundo de investimento aluga a ação de um terceiro e vende a ação.

<sup>10</sup> Fundos de Investimento *Private Equity* e *Venture Capital* são sociedades que, tipicamente, detém participações em empreendimentos com ações ainda não listadas em bolsa.

<sup>11</sup>.Artigo 1.368-D do Código Civil de 2002.

Uma das principais críticas ao regime anterior é possibilidade da aplicação do dispositivo do Artigo 1.315 do Código Civil, o qual dita que “o condômino é obrigado, na proporção de sua parte, a concorrer para as despesas de conservação ou divisão da coisa, e a suportar o ônus a que estiver sujeita”, ou seja, o quotista seria responsável por suportar, inclusive, os passivos (dívidas) das coisas detidas. A exceção à esta regra encontrava-se apenas dos Fundos de Investimento Imobiliário que possuem lei especial – Lei 8668/1993. À vista disso, a CVM sempre exigiu que fosse informado aos quotistas sobre os riscos decorrentes da responsabilidade de caráter ilimitada dos quotistas nos casos dos demais fundos além dos Fundos de Investimento Imobiliário (FRAZÃO et.al, 2020 pg 563).

Por outro lado, é interessante adentrarmos em alguns questionamentos sobre a opção do legislador de abrir a possibilidade de restrição da responsabilidade dos quotistas. Um dos questionamentos faz menção à adequação da solução do legislador sob uma ótica técnico-jurídica. No que se refere aos modelos de organização da atividade econômica, a responsabilidade limitada dos quotistas ao valor de suas quotas é, por óbvio, uma conquista do direito societário que possibilitou a expansão do capitalismo de mercado capitaneado por grandes companhias. No entanto, é uma característica de caráter excepcional à vista dos demais modelos de estruturas societárias para as atividades econômicas. Dessa maneira, ao ponto que tal característica é excepcional, já que, diminui o salvaguardo dos credores da sociedade que terão acesso limitado ao patrimônio da própria sociedade, a limitação da responsabilidade dos quotistas é usualmente criada por lei, assim como é possível observar nas sociedades limitadas e nas sociedades por ações (FRAZÃO et.al, 2020 pg 563).

Já no caso da Lei de Liberdade Econômica, o legislador optou por atribuir o papel de regular a responsabilidade dos quotistas ao regulamento do fundo de investimento que, é importante aqui destacarmos, tem natureza contratual. Dessa forma, cabe aqui analisarmos se a solução encontrada pelo legislador de delegar a determinação da limitação da responsabilidade ao disposto no regulamento é capaz de ficar à altura de uma previsão legal direta onde o texto da lei determinaria expressamente tal característica, ou se a solução não se fragiliza com isso. Nessa linha, é fundamental salientarmos que a o regime trazido pela Lei de Liberdade Econômica é, de certa forma, reforçado pela necessidade de os fundos de investimento publicarem mediante registro na CVM dos regulamentos e, dessa maneira, tornando-os oponíveis a terceiros.

Outro questionamento que aqui vale adentrarmos é o cabimento e adequação da limitação da responsabilidade em todos os tipos de fundos de investimento. Neste ponto, vale a reflexão sob a perspectiva do tipo e nível de exposição que o fundo se propõe. Fundos que por sua natureza são mais conservadores, assim como os Fundos de Pensão que tem diretrizes de atuação mais bem delineadas (tem o nível de exposição a determinados ativos de risco maior limitado), correm menor risco de insolvência, ou seja, a limitação da responsabilidade nesse caso não traria qualquer risco adicional. No entanto, alguns fundos operam por meio de instrumentos que são caracterizados por sua maior volatilidade, como derivativos, e dessa maneira é necessária a ponderação sobre se a inovação legislativa aqui tratada não estimularia a tomada irresponsável de riscos.

Neste momento, cabe ressaltarmos que a CVM tem poderes para regulamentar as dificuldades aqui tratadas.

Interessante aqui também adentrarmos nas minúcias trazidas pelo Artigo 1.3868-D, ao ponto que, já em seu primeiro parágrafo, o legislador estabelece que não há a possibilidade de retroação do regime de responsabilidade limitada à atividades ocorridas em tempos anteriores à adoção do regime. Aqui entende-se a intenção do legislador de prevenir a utilização das inovações legislativas em má fé.

Nessa linha, é interessante observarmos como a CVM, até o momento, se pronunciou sobre a questão da limitação da responsabilidade do quotista.

A medida alinha os fundos de investimento no Brasil com o grau de responsabilidade dos investidores de fundos previsto na maioria dos ordenamentos jurídicos estrangeiros. Com efeito, é adotada previsão do regime de insolvência no caso de fundos de investimento que não tenham patrimônio suficiente para cobrir suas dívidas, conforme disposto no artigo 1.368-E, § 1º, acrescido ao Código Civil.<sup>12</sup>

Mais adiante, o fundo com responsabilidade ilimitada deverá incluir sufixo “Responsabilidade Ilimitada” em sua denominação e os investidores que desejarem subscrever ao fundo deverão assinar um “Termo de Ciência e Assunção de Responsabilidade Ilimitada”.

---

<sup>12</sup> CVM “Lei 13.784 amplia segurança jurídica aos investidores e prestadores de serviço de fundos de investimento”.

No caso de fundos que determinem em seu regulamento a limitação de responsabilidade dos quotistas, o administrador terá obrigações adicionais no referente à possibilidade do fundo de investimento chegar a apresentar patrimônio líquido negativo, mais especificamente a obrigação de fechar o fundo para resgates e amortizações, determinar plano de resolução a ser encaminhado para os quotistas, e convocar assembleia geral de quotistas para a deliberação de tal plano.

Por fim, o Artigo 1.368-E que, conforme já apresentado, exime de responsabilidade os prestadores de serviço que não agirem com dolo ou má-fé e dita as regras para que, em casos em que o fundo se torna insolvente e seus quotistas gozam de responsabilidade limitada determinada pelo regulamento, as regras de insolvência dos Artigos 955 e 965 do código Civil deverão ser seguidas.

Já no que se refere ao regime de responsabilidade dos prestadores de serviços, trazido pelo inciso II do Artigo 1.368-D, o regulamento poderá estabelecer a limitação da responsabilidade e as diretrizes de apreciação da mesma. Posteriormente, o parágrafo 2º discorre sobre o método de avaliação da responsabilidade dos prestadores de serviços, onde deverá ser levado em consideração “os riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do fundo de investimento” e a “natureza de obrigação de meio de seus serviços”. Além disso, já no Artigo 1.368-E, está disposto que os prestadores de serviço não respondem por prejuízos advindos das obrigações do fundo quando não agirem com dolo ou má-fé. À vista dos dispositivos citados, vale analisarmos que o legislador não endereçou uma das maiores questões do regime jurídico dos fundos de investimento no Brasil que, conforme já citado, é o tema dos deveres fiduciários dos administradores e gestores, assim como é possível observar nas sociedades anônimas.

Nessa linha, é possível observarmos que a redação aqui discutida torna possível a interpretação de que seria possível eximir os administradores e gestores da responsabilidade perante terceiros e perante os quotistas do fundo. Esta possibilidade de ressalva seria demasiadamente arriscada posto que levaria a criação de uma cultura de incentivos para ações irresponsáveis por parte dos prestadores de serviço. Dessa forma, é fundamental a que se faça o entendimento que a responsabilidade dos administradores e gestores de fundo é análoga à dos administradores e diretoria das sociedades anônimas, ou seja, que tais prestadores de serviço estejam vinculados aos seus deveres fiduciários e, dessa forma, os obrigando a agir com diligência e lealdade aos quotistas do fundo. Mais a fundo, da maneira que os dispositivos legais

propõem os parâmetros de metrificação da responsabilidade com relação ao risco do mercado de atuação do fundo e a natureza da obrigação de meio, os prestadores de serviço devem ter regras claras que indiquem o limite da responsabilidade de cada um, exatamente para que ações que tem por característica o dolo e a má-fé não se confundam com a legítima tomada de risco em conformidade com o regulamento do fundo (MARTINS, 2022, p.794).

Importante também destacarmos o acerto do legislador quando é determinado que a responsabilidade do gestor é parametrizada pelo meio e não pelo resultado de suas ações, o que, caso contrário, seria completamente incompatível com as atividades de um fundo de investimento. Em específico, ao ponto que os prestadores de serviço atuam por meios responsáveis, ou seja, utilizando instrumentos financeiros que estejam em conformidade com o mandato passado pelo regulamento do fundo, os atos não deverão ser avaliados de forma negativa. Isto posto, por conseguinte, um resultado negativo nessas condições não recairia sobre os prestadores de serviço, à vista da volatilidade natural do mercado (FRAZÃO, 2020 pg. 566)

Ao observarmos as disposições sobre os fundos de investimento da Lei de Liberdade Econômica fica clara a intenção do legislador de equiparar as responsabilidades do quotista à suas quotas nos fundos de investimento às responsabilidades dos quotistas das sociedades limitadas e sócios de sociedades anônimas. Vale destacar que, com tal inovação trazida pelo legislador, os investidores em fundos contam com mais uma esfera protetiva de seu patrimônio, promovendo maior conforto para os investidores.

A Lei de Liberdade Econômica trouxe uma amplamente demandada inovação jurídica quanto à responsabilidade dos quotistas e prestadores de serviço dos fundos de investimento. Tais inovações endereçam alguns problemas práticos e estabelecem uma estrutura mais sólida que possibilita mais investimentos no setor e seu consequente desenvolvimento, sem criar, ao mesmo tempo, grandes fragilidades técnico-jurídicas, conforme já citado.

#### **4. A NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO À LUZ DA LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA**

Conforme foi possível observarmos nos capítulos anteriores, a natureza condominial dos fundos de investimento predominou no sistema jurídico brasileiro, com poucas exceções. Isso vale desde dispositivos infralegais como os da CVM até as leis editadas a partir da década de 1940. A exemplo disso, a norma aqui analisada, Instrução CVM nº 555 de 17 de dezembro de 2014, traz em seu artigo terceiro a noção da constituição dos fundos de investimento na forma condominial caracterizados como “uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”. Vale observar que, na discussão doutrinária acerca da natureza jurídica dos Fundos de Investimento, são comumente identificados cinco ângulos doutrinários, sendo eles: (i) teoria condominial; (ii) teoria da comunidade de bens não condominial; (iii) teoria da propriedade em mão comum; (iv) teoria da propriedade fiduciária; e (v) teoria da organização associativa ou societária. Tendo em vista que não há leitura pacífica na doutrina brasileira, cabe aqui analisarmos os cinco posicionamentos assim como as discussões sobre a natureza condominial.

No referente à posição doutrinária sobre a questão da natureza condominial, destaca-se os dizeres do honorável Caio Mário da Silva Pereira, constitui-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 das partes" (PEREIRA, 2022, p. 160).

Cabe aqui entendermos que, nas atividades do dia a dia dos fundos de investimento, não há o que se falar em copropriedade sobre as quotas sociais. Não é factível o entendimento de que os quotistas de fundos de investimento possuem qualquer direito de propriedade sobre os bens do fundo, o que caso contrário, sim, se caracterizaria um condomínio. Na verdade, o que é possível observar nos fundos de investimento é uma noção de propriedade sobre apenas as quotas de sua titularidade e estas compõem o todo do capital social do fundo. Eduardo Paiva explica bem tal fato:

Além disso, e mais importante, considerando que o fundo é uma massa de títulos e valores mobiliários (ou ativos financeiros, como prefere a CVM denominar em sua regulamentação), os cotistas não possuem qualquer direito real sobre tais bens. Não são proprietários, tampouco condôminos. Por essa razão, não podem usar ou gozar

dos bens. Os cotistas não têm direito de propriedade pleno. O que os investidores possuem é um direito a uma fração representativa de um todo, sendo que o proprietário dos bens é a própria coletividade, o fundo. Ao dizermos que os bens pertencem ao fundo e os cotistas nada mais têm do que o direito sobre uma fração representativa do patrimônio do fundo, e não diretamente sobre sua massa de ativos financeiros, quer-nos parecer que estamos aí nos aproximando da definição de quota ou ação: valor mobiliário representativo de uma fração do capital (PAVIA, 2016)

Nessa linha, o condomínio caracteriza-se por, à vista dos dizeres de Caio Mario, por uma comunhão de direitos sobre uma coisa, ou seja, interpreta-se isso como algo na sua integralidade, dando direito ao condômino de fração ideal do objeto tratado, mas não de uma parcela material do mesmo. Dessa maneira, entende-se aqui que os fundos de investimento são constituídos com a finalidade de investir, isto é, adquirir um ativo financeiros com a intenção de valorização deste e conseqüente majoração do valor do patrimônio do quotista, e dessa forma, o fundo teria direito de propriedade sobre a coisa e os quotistas apenas o direito sobre sua quota. Podendo em alguns casos, inclusive, o quotista do fundo de investimento liquidar sua posição a qualquer tempo, resgatando suas quotas.

Interessante também destacarmos um fato sobre os fundos de investimento que é a possibilidade de contrair qualquer obrigação em nome do fundo recai apenas sobre o administrador, o que é diferente do condomínio comum. Como Ricardo de Santos Freitas destaca:

Encontramos nova divergência no artigo 1.318, o qual estipula que as dívidas contraídas por um dos condôminos em proveito da comunhão e, durante ela, obrigam o contratante, o qual terá, no entanto, ação regressiva contra os demais condôminos. Em nenhuma das espécies de fundo reguladas pelo direito brasileiro existe a possibilidade de um dos condôminos contrair dívidas em nome da comunhão. A única pessoa autorizada a praticar tal ato seria o administrador do fundo, ou, por delegação de poderes deste, o gestor. Estes, ainda assim, estão sujeitos à forte restrição quanto à celebração de determinados atos jurídicos, em nome do fundo, que possam implicar contração de dívidas (FREITAS, 2005, p. 218)

Assim sendo, obrigações sobre investimentos financeiros podem requerer um nível de conhecimento mais profundo sobre os ativos do que o que acontece em um condomínio comum. Isso é evidente à vista da exigência de qualificações do administrador por meio de certificações perante a CVM.

Adiante, para Mário Tavernard Martins de Carvalho, a perspectiva de que a natureza de condomínio não encaixa na lógica do funcionamento dos Fundos de Investimento, e isso justifica-se, já que os fundos a quota se trata de fração ideal do patrimônio do fundo e feita a alocação dos recursos pelo administrador contraindo obrigações, o cotista fica limitado a dispor dos valores aportados (CARVALHO, 2015, p. 22).

Neste ponto, rememoro a teoria da comunidade de bens não condominial, na qual tenta-se fazer uma distinção entre comunhão de bens e condomínio, no entanto, não há no direito brasileiro tal diferença sendo os dois conceitos correntemente utilizados como sinônimos.

No que se refere a figura da natureza de propriedade em mão comum, esta possui sua origem no direito alemão, em que não há possibilidade de divisão do patrimônio comum e se preza pela proteção deste em face de dívidas individuais dos titulares perante terceiros. Mario Tavernard ensina que aqui não é possível cogitar a divisão do patrimônio comum ao ponto que não existe fração ideal. Nesse ponto, Ricardo Freitas esclarece que:

Os elementos que caracterizam a figura da propriedade em mão comum são, não só a prevalência absoluta do interesse do grupo sobre o do indivíduo, mas também a impossibilidade deste solicitar a divisão do bem comum e a proteção a ele dada contra dívidas do indivíduo junto a terceiros (FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p. 188).

Dessa maneira, é necessário aqui destacarmos que tal teoria não encontra qualquer embasamento no sistema jurídico brasileiro, já que seria inviável imaginarmos esse tipo de indivisibilidade plena ao ponto que as quotas dos investidores podem sofrer penhora para que problemas de liquidez sejam saldados (CARVALHO, 2012).

No tangente à vertente da propriedade fiduciária tem maior similaridade com a natureza jurídica do *trust* no direito inglês e americano que vimos no decorrer deste trabalho. Nessa linha, há um enfoque na responsabilidade do administrador onde o mesmo atua por mandato, já que, há uma transferência de bens ao administrador e o mesmo deve agir em favor dos

quotistas de acordo com o instrumento criador do veículo de investimento. No *trust* do sistema da *common law* há uma concepção de sentido plural de propriedade. Nessa linha, Mario Tavernard ensina que:

Acresça-se, ainda, o fato de o administrador não ser um mero representante dos cotistas, mas um agente que age/preserva o fundo como se este fosse. Inclusive, pode-se lembrar de que o fundo é constituído por ato unilateral do administrador, não sendo sequer plausível pensar-se, neste momento, na relação mandante/mandatário (CARVALHO, 2012 p. 192).

Já no que se refere à teoria da organização associativa, também chamada de teoria societária, esta classifica o fundo de investimento como sociedade, ao ponto que existem elementos como a transferência de recursos para a integralização das quotas, exercício de atividade econômica e partilha de resultados (FREITAS, 2005, p. 218). Mais adiante, aqueles que defendem a teoria societária esforçam-se para distinguir a finalidade da comunhão de bens em comparação com a finalidade das sociedades. Dessa forma, Valladão e França explicam da seguinte forma:

Os bens são colocados na sociedade, portanto, como um mero instrumento para o exercício de atividade econômica. É exatamente isto que distingue a sociedade da comunhão, como lembra, ainda, Comparato: ‘A distinção deve ser perseguida na natureza da causa, ainda, enquanto elemento objetivo do negócio jurídico. Na comunhão, é o uso e gozo comum da mesma coisa, sem qualquer referência a uma ulterior finalidade coletiva. Em outras palavras, a comunhão é do objeto e não dos objetivos. Na sociedade, ao revés, essa comunhão de escopo é fundamental. (...) Assim, o acento tônico, nos negócios de comunhão, é posto nos próprios bens comuns, ao passo que, na sociedade, os bens sociais são simples instrumento para o exercício de uma atividade, com intuito lucrativo. É essa atividade econômica coletiva que constitui, propriamente, o objeto social. De um lado, pois, há comunhão de bens sem exigência de uma atividade coletiva; de outro, uma atividade comum, em função da qual os bens sociais adquirem uma característica puramente instrumental (FRANÇA, 2009, p. 191).

Em posicionamento contrário à tal teoria, diz Mario Tavernard que:

Caso se admita ser possível a criação de tipos de sociedade por atos regulamentares, tais como as instruções normativas da CVM, além de contrariar disposição expressa do art. 983 do Código Civil, teríamos, no mínimo, um número de novos tipos societários idêntico ao de tipos de fundos de investimento existentes (CARVALHO, 2012 p. 192).

O Artigo 983 do Código Civil dispõe que a sociedade empresária deverá ser constituída conforme um dos tipos societários expostos nos artigos 1.039 a 1.092, o que não inclui aqui dos fundos de investimento.

Como observa Nelson Eizirik,

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 e outros títulos ou contratos existentes no mercado (EIZIRIK, 2005, p. 549).

As alterações trazidas pela Lei de Liberdade Econômica ao Artigo 1.368-C solidificam uma definição legal para os fundos de investimento de forma geral, em linha com os ditames anteriores da própria CVM trazendo uma noção de “comunhão de recursos, constituídos sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza”. Interessante aqui destacarmos os dizeres de Mario Tavernard sobre a necessidade de o conceito disposto em lei acompanhar de forma próxima a realidade fática do instituto, caso contrário, corre-se o risco de todo um esforço legislativo cair em obsolescência.

A definição da natureza dos fundos de investimento não se atém simplesmente a uma disposição regulamentar ou, tampouco, a uma previsão legal. A essência real extrapola o mero significante, o conceito formal expresso, que, muitas vezes, encontra-se isolado e dissociado da realidade (CARVALHO, 2012 p. 181).

Num primeiro momento, o legislador entendeu a necessidade de diferenciar o regime, implementado aos fundos de investimento das demais formas de condomínio, assim como do condomínio em geral, dos Artigos 1.314 a 1.330, do condomínio edilício, dos Artigos 1.331 a 1.357, e do condomínio em multipropriedade, dos Artigos 1.358-A a 1.358-N. O legislador afastou as noções tradicionais de condomínio com a caracterização “especial” e, inclusive, aqui entende-se a necessidade de enfatizar ainda mais as diferenças citadas, ao ponto que em seu parágrafo 1º o Artigo 1.368-C afasta de forma expressa qualquer aplicação dos Artigos 1.314 ao 1.358 do Código Civil. Avançando, em seu parágrafo 2º, o legislador reforçou a competência regulatória da CVM sobre o disposto no artigo.

Cabe aqui adentrarmos em algumas dificuldades e percalços que podemos encontrar no caminho escolhido pelo legislador para dispor da natureza jurídica dos fundos de investimento no Brasil.

É de interessante que o legislador escolheu definir a natureza jurídica dos fundos de investimento por meio de um termo referente a um instituto já conhecido do sistema jurídico apenas para afastar completamente qualquer aplicabilidade dos dizeres do Código Civil sobre o próprio instituto. Trata-se aqui de um novo modelo que tentou, de forma clara, dar continuidade à conceituação da CVM de que “O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio”, mas, como visto, separar os conceitos trazendo o caráter especial. Em seguida, destaca-se que a intenção do legislador aqui era exatamente afastar regras do condomínio comum que não refletiam, ou se encaixavam, de forma alguma a realidade das atividades exercidas pelos fundos de investimento

Além disso, entende-se aqui também que o legislador escolheu um artifício para que se chegasse à definição da natureza de condomínio que ainda deixou dúvidas ao leitor sobre questões levantadas pela doutrina anteriormente no referente a personalidade jurídica. Isto é, o legislador não deu o mesmo tratamento dado aos Fundos Imobiliários na Lei 8.668/93, na qual fica clara, logo em um primeiro momento, a intenção de afastar qualquer dúvida sobre a personalidade jurídica, ao ponto que, em seu Artigo 1º há a definição de que “Ficam instituídos Fundos de Investimento Imobiliário, sem personalidade jurídica, caracterizados pela comunhão de recursos” (FRAZÃO, 2020, p.557). Dessa maneira, entende-se que o legislador perdeu uma oportunidade de afastar quaisquer dúvidas sobre a questão personalidade jurídica, tais dúvidas muitas vezes levantadas pelos defensores da teoria societária conforme visto anteriormente.

Em continuidade, destaca-se que o legislador escolheu identificar os fundos de investimento como condomínios especiais, mas sem definir propriamente o que é um

condomínio especial. Além disso, de certa forma, a própria Lei de Liberdade Econômica evidencia tal incoerência ao ponto que há a necessidade de afastar os dispositivos sobre condomínios do Código Civil.

Entendo aqui que Lei de Liberdade Econômica perdeu a oportunidade de classificar os fundos de investimento de acordo com o instituto jurídico que apresenta maior coerência às atividades diárias de um fundo. Digo isso, já que todo o contexto trazido pela Lei de Liberdade Econômica afasta as noções de condomínio em todos os fatores menos o próprio nome do instituto.

Após a edição da Lei de Liberdade Econômica, os fundos de investimento não só passaram a atuar de forma ainda mais clara como uma sociedade de fato, mas também gozam de artifícios protetivos aos seus quotistas e diretrizes sobre a atuação dos seus administradores e prestadores de serviço.

Ora, os fundos hoje atuam como sociedades que tem como objeto a aplicação dos recursos em ativos financeiros para a proteção e expansão do patrimônio dos quotistas e, contam com a possibilidade de limitação da responsabilidade de seus quotistas. À título ilustrativo sobre as atividades na seara dos veículos de investimento, entendo ser relevante aqui apresentar um paralelo dos fundos de investimento com sociedades *holdings* que hoje atuam no mercado Brasileiro.

Entendo que um grande exemplo de tal estrutura é a ITAÚSA S.A., grande ator no mercado brasileiro que conta hoje com um *market cap*<sup>13</sup> de 86 bilhões de reais em novembro de 2022. Sobre a ITAÚSA S.A, compreendemos que trata-se de uma companhia que atua por meio da realização de investimentos em ativos financeiros. Dessa forma, a companhia tem por objeto:

Art. 2º - OBJETO - A ITAÚSA tem por objeto participar, direta ou indiretamente, de outras sociedades, no País ou no exterior, para investimento em quaisquer setores da economia, inclusive por meio de fundos de investimento, podendo, para tanto, adquirir, alienar ou negociar com títulos e valores mobiliários de companhias abertas ou fechadas, dentro ou fora de Bolsa de Valores, sempre que a administração julgar oportuno, tendo por objetivo disseminar nas investidas os seus princípios de valorização do capital humano, governança e ética nos negócios e geração de valor para os acionistas, de forma sustentável (ITAÚ S.A, 2022).

---

<sup>13</sup> Trata-se aqui de um racional simples de número de ações da companhia multiplicado pelo preço de suas ações

Além disso, ainda em termos ilustrativos, até mesmo os meios de captação de recursos se assemelham, visto que as duas estruturas levantam capital por meio da emissão de valores mobiliários.

É possível observar muitas similaridades com o objeto de fundos de investimento correntes no Brasil. Assim como o objeto no regulamento do Pátria Private Equity VI Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia.

7.1. O objetivo do Fundo é obter retornos significativos e valorização de capital a longo prazo por meio de investimento em Ativos Alvo, conforme abaixo definido, de emissão de uma ou mais sociedades limitadas, companhias abertas ou fechadas brasileiras (as “Sociedades Alvo”, quando referidas anteriormente ao investimento pelo Fundo, ou “Sociedades Investidas”, após receberem qualquer aporte de recursos do Fundo), participando do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, observados os termos e condições deste Regulamento. 7.2. Os ativos alvo a que se refere o item 7.1 acima serão ações, bônus de subscrição, debêntures simples, debêntures conversíveis, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas de Sociedades Alvo que o Administrador entenda que possam ser convertidos em ativos de liquidez ou, ainda, cotas de fundos de investimento em participações administradas e/ou geridos pelo Gestor ou por suas Partes Relacionadas, e cuja aquisição esteja em consonância com os objetivos do Fundo (os “Ativos Alvo”).

Dessa maneira, é possível observarmos que os fundos de investimento atuam de forma muito similar à de sociedades que tem por objeto o investimento em ativos financeiros como demonstrado.

Apesar de Mario Tavernard discordar da teoria societária, entendo que o reconhecimento dos fundos de investimento como sociedade pela Lei de Liberdade Econômica teria sido um caminho que seria mais interessante e mais atrelado às atividades de fato dos fundos de investimento atuantes no Brasil, apesar de, sem dúvidas, alvoroçar o mercado em um primeiro momento, e que, conforme já citado, ao ponto que a caracterização da natureza jurídica não fica submetida à observação e vinculação às práticas correntes do objeto que se tenta regular, corre-se o risco de cair em obsolescência. Fato esse que, o legislador tenta há décadas remediar sem muito sucesso.

## **5. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

No que se refere ao contexto dos fundos de investimento no Brasil, este é permeado por diversas questões complexas e por vezes voláteis já que se trata de um mercado em evolução. Dessa maneira, o plano normativo dos fundos de investimento no Brasil continua sendo matéria de grande discussão e de influência forte no mercado financeiro.

Por este motivo o presente trabalho se dedicou a analisar a situação jurídica dos fundos de investimento no Brasil. Inicialmente, o trabalho se dedicou a contextualizar historicamente perpassando por influências internacionais e chegando aos atos normativos brasileiros. Em um segundo momento, foi o trabalho tratou da limitação da responsabilidade, questão central aos fundos de investimento e sua natureza jurídica. E por fim, o trabalho se propôs a analisar as questões sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento e as influências da Lei de Liberdade Econômica.

Durante o primeiro capítulo foram trazidas as questões históricas de matéria internacional e nacionais que passaram pelas primeiras edições de atos normativos que versaram sobre os fundos de investimento no Brasil e no exterior. Dessa maneira, foram estudadas desde as primeiras leis que versaram sobre no pioneiro mercado inglês como o *Bubble Act* de 1720 e o *Companies Act* de 1862 até os percalços que foram enfrentados ao longo do desenvolvimento desde mercado. Além disso, foi estudada a evolução dos normativos que ditavam sobre as atividades dos fundos de investimento no Brasil, passando pelas sociedades de investimento, pela inauguração da possibilidade de criação de veículos de investimento com natureza condominial, até a os atos regulatórios da CVM que regem as atividades de tal mercado.

Durante o segundo capítulo, foram levadas à consideração uma questão central aos fundos de investimento e decorrente de sua natureza jurídica que é a temática da limitação da responsabilidade dentro dos fundos de investimento. Em um primeiro momento, o capítulo focou em estudar as estruturas dos fundos e como são regidos. Foram estudados também os ditames do Artigo 1.386-D que versou sobre o tema, incluindo aqui a limitação da responsabilidade dos quotistas e dos prestadores de serviço.

Por fim, foram trazidas à discussão as temáticas normativas e doutrinárias sobre a natureza jurídica, e influências da Lei de Liberdade econômica, nos fundos de investimento no Brasil. Nessa linha, foram estudados a teoria condominial; a teoria da comunidade de bens não condominial; a teoria da propriedade em mão comum; a teoria da propriedade fiduciária; e a teoria da organização associativa ou societária. Além disso, foram feitas reflexões sobre a

adequação da solução trazida pela Lei de Liberdade Econômica sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento no Brasil.

Conclui-se que os ditames normativos referentes aos fundos de investimento no Brasil devem estar atrelados a realidade das atividades exercidas por eles e que, à vista disso, a Lei de Liberdade Econômica poderia ter sido mais eficiente caracterizando os fundos de investimento como sociedades. A falta desse reconhecimento, como visto, poderá ocasionar eventual obsolescência do instituto normativo. No entanto, reconhece-se o enorme avanço trazido por tal lei ao ponto que esta reconheceu a limitação da responsabilidade dos quotistas e prestadores de serviço e, dessa forma, proporcionando uma estrutura normativa mais sólida para o crescimento do mercado no Brasil.

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <[https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg\\_sistema=fundosreg](https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg)> Acesso em 27 de outubro de 2022

PEREIRA, Caio M. S., **Instituições**, v. 4, 2022

EIZIRIK, Nelson. **Temas de direito societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005

ESTADOS UNIDOS. U.S. **Securities and Exchange Commission - SEC. The laws that govern the securities industry**. Disponível em: <<https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html#invcoact1940>> Acesso em: 27 de outubro de 2022

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

FRAZÃO, Ana *et.al*, **Lei de liberdade econômica e seus impactos no direito brasileiro**, São Paulo: Thompson Reuters Brasil, 2020

FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. **A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: a coordenação do mercado por entidades profissionais**, Belo Horizonte, 2012

FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2006

ITAÚ S.A, **Estatuto Social**. Disponível em: <<https://www.itausa.com.br/Download.aspx?Arquivo=IuaWH4ZXyisIYNP577cCvg==&IdCanal=N+B2n16r+IBYN/HK4I4/kg=>>> Acesso em: 22 de novembro de 2022

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

XAVIER, Luciana P. ; PINTO, Rafael S. **Os fundos de investimento e a ‘lei da liberdade econômica- novos problemas para um antigo e controverso instituto?** Disponível em:<<http://revistajuridica.esa.oabpr.org.br/wp-content/uploads/2020/04/revista-esa-11-cap-08.pdf>> Acesso em 27 de outubro de 2022

DBPEDIA. **Bouble act**. Disponível em: <[https://dbpedia.org/page/Bubble\\_Act](https://dbpedia.org/page/Bubble_Act)> Acesso em 27 de outubro de 2022

VALOR. **Indústria de fundos de investimentos cresce no 1º semestre, apesar de captar menos**. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/07/06/industria-de-fundos-de-investimentos-cresce-no-1-semester-apesar-de-captar-menos.ghtml>> Acesso em 27 de outubro 2022

CHAMBERS, David. ESTEVES, Rui. **The First Global Emerging Markets Investor: Foreign & Colonial Investment Trust 1880-1913**. Disponível em: <https://www.econsoc.hist.cam.ac.uk/docs/CWPESH%20number%206%20July%202012.pdf>> Acesso em 27 de outubro 2022