

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS  
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO**

**INVESTIMENTO EM CRIPTOMOEDAS:  
A POSSIBILIDADE JURÍDICA DE CRIPTOFUNDOS NO BRASIL**

**PEDRO AURÉLIO DE PESSÔA FILHO**

**Rio de Janeiro**

**2018.1**

**PEDRO AURÉLIO DE PESSÔA FILHO**

**INVESTIMENTO EM CRIPTOMOEDAS:  
A POSSIBILIDADE JURÍDICA DE CRIPTOFUNDOS NO BRASIL**

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 do **Prof. LLM Allan Nascimento Turano**.

**Rio de Janeiro**

**2018.1**

PESSÔA FILHO, Pedro Aurélio de.

Investimento em criptomoedas: a possibilidade jurídica de criptofundos no Brasil / Pedro Aurélio de Pessôa Filho. -- Rio de Janeiro, 2018.  
71 f.

Orientador: Allan Nascimento Turano.

Trabalho de conclusão de curso (graduação) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito, Bacharel em Direito, 2018.

1. Criptofundos. 2. Fundos de Investimento. 3. Criptomoedas. 4. Direito dos Valores Mobiliários 5. Mercado de Capitais. I. Nascimento Turano, Allan, orient. II. Título.

**PEDRO AURÉLIO DE PESSÔA FILHO**

**INVESTIMENTO EM CRIPTOMOEDAS:  
A POSSIBILIDADE JURÍDICA DE CRIPTOFUNDOS NO BRASIL**

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 do **Prof. LLM Allan Nascimento Turano**.

Data da Aprovação: \_\_\_/\_\_\_/\_\_\_\_\_.

Banca Examinadora:

---

Orientador: Allan Nascimento Turano

---

Membro da Banca: Cláudio Miranda

---

Membro da Banca: Ricardo Mafra

**Rio de Janeiro  
2018.1**

A Alessandra e Pedro, meus melhores amigos  
(e amados pais).

## AGRADECIMENTOS

Em cinco anos de Faculdade Nacional de Direito, percorri uma íngreme curva de aprendizado colaborativo. Assim como não é possível banhar-se duas vezes em um mesmo rio, não reputo imaginável estudar nesta casa centenária sem submeter à análise nossos conceitos mais enraizados, transformando o senso comum em senso crítico.

A este crescimento intelectual e pessoal conquistado, agradeço, em primeiro lugar, à minha querida família, que sob o mote de “um por todos e todos por um” não só me ofereceu as melhores oportunidades, como também demonstrou exemplos verdadeiros de amor e dedicação. Aos queridos amigos que compartilharam esta jornada comigo, em especial, Milena Lozano, Manoel Veloso, Amanda Rostum, Gabriella Carvalho, Carol Marsillac, Pedro Tavares e Ludmila Coelho: muito obrigado pelo apoio incessante.

Aos integrantes do Grupo de Epistemologia Aplicada aos Tribunais (GREAT/UFRJ), em especial, Rachel Herdy, Janaina Matida, Andre Wendriner, Júlia Massadas e Juliana Dias, agradeço pelo método, pelo bom debate e pelo escrutínio do peso (e, por vezes, fardo) das palavras. Seja no PIBIC, seja na revista Teoria Jurídica Contemporânea, sinto-me privilegiado de ter conhecido o compromisso ao lado de quem soube cultivá-lo.

Aos membros da Equipe de Competição e Estudos em Arbitragem (ECEArb/UFRJ), em especial, Caio Gabra, Victor Sigaud, Felix Cohen, Amanda Pierre, Bernardo Phillips, Danielle Cusnir, Isabela Azevedo, Leonardo Kozlowski, Mariana Maestri, Mariana Mariani, Roberto Shirmer e Victor Szpiz, agradeço pela resiliência em grupo demonstrada no VisMoot e na CAMARB: eles passarão, *nós passarinhos*.

Aos amigos de trabalho no Stocche Forbes Advogados, em especial, Ingrid Hessling, Eduardo Pereira, Thaís Gurjão, Analu, Thadeu Bretas, Ana Flávia, Felipe Montenegro, Hugo Bueno e Julia Bernardes, agradeço por fazerem do mercado de capitais um parque de diversões: o afeto será sempre nosso maior ativo.

Ao caro orientador Allan Turano, agradeço pela parceria do início ao fim deste trabalho. Sua disponibilidade, seu olhar crítico, bem como seu ímpeto para sempre sugerir novas leituras evidenciam o óbvio: este trabalho é tanto seu quanto meu.

Por fim, agradeço à sociedade brasileira, a qual, a despeito de todas as adversidades, financia esta Universidade de ponta há mais de 120 anos.

“O investimento em educação sempre rende os  
melhores juros”.

(Benjamin Franklin)

## RESUMO

Do escambo à criptomoeda, a sociedade sofreu transformações econômicas que demandaram alterações drásticas na forma pela qual o fluxo monetário transitava entre os agentes macroeconômicos. Hoje, as criptomoedas consubstanciam um alinhamento das relações financeiras *vis-à-vis* a inovação tecnológica respaldada pelo fenômeno da internet das coisas. Seja pela extinção das limitações físicas, seja pelas peculiaridades de traslado na figura do *blockchain*, a criptomoeda tem sido exaustivamente retratada como o meio de pagamento do futuro. A frenesi provocada pela sua introdução, de todo modo, não parece se justificar tão somente pelas suas propriedades e funcionamento. O interesse de seus usuários parece residir particularmente na oportunidade de investimento que a volatilidade da criptomoeda propicia. O objetivo deste trabalho consiste em examinar a possibilidade jurídica do investimento em criptomoedas pelos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 555. A hipótese é que a vedação imposta pela CVM, através da não categorização da criptomoeda ao conceito de ativo financeiro, não se sustenta, tampouco promove segurança aos participantes do mercado de capitais.

**Palavras-chaves:** Criptofundos; Fundos de Investimento; Criptomoedas. Direito dos Valores Mobiliários; Mercado de Capitais.

## **ABSTRACT**

From barter to cryptocurrency, society underwent economic transformations that demanded drastic changes in the way money circulates between macroeconomic agents. Today, cryptocurrencies represent an alignment of financial relations *vis-à-vis* technological innovation embraced by the phenomenon of the internet of things. Whether by the extinction of physical limitations, or by the features of blockchain, cryptocurrency has been exhaustively portrayed as the medium of exchange of the future. The frenzy brought about by its introduction, however, does not seem to be justified solely by its properties and functioning. The interest of its users seems to reside particularly in the investment opportunity that cryptocurrencies' volatility provides. The aim of this paper is to examine the legal possibility of the investment in cryptocurrencies by hedge funds regulated by CVM Ruling No 555. The hypothesis is that the restriction imposed by CVM, as a result of the non-qualification of cryptocurrencies within the concept of financial asset, is not only unjustified, but also fails to provide reliability to capital markets participants.

**Keywords:** Crypto funds; Hedge Funds; Cryptocurrencies; Securities Law; Capital Markets.

## LISTA DE ABREVIATURAS

<b>ANBIMA</b>	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
<b>BACEN</b>	Banco Central do Brasil
<b>CMN</b>	Conselho Monetário Nacional
<b>Código Civil</b>	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002
<b>Código Civil Português</b>	Decreto-Lei nº 47 344, decretado pelo governo português em 25 de novembro de 1966
<b>CVM</b>	Comissão de Valores Mobiliários
<b>Instrução CVM 409</b>	Instrução da CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004
<b>Instrução CVM 539</b>	Instrução da CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013
<b>Instrução CVM 555</b>	Instrução da CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014
<b>Instrução CVM 558</b>	Instrução da CVM nº 558, de 26 de março de 2015
<b>Lei 10.303/01</b>	Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001
<b>Lei 12.810/13</b>	Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013
<b>Lei 12.865/13</b>	Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013
<b>Lei 4.595/64</b>	Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964
<b>Lei 4.728/65</b>	Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965
<b>Lei 6.385/76</b>	Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976
<b>Lei 8.880/94</b>	Lei nº 8.880, de 27 de maio de 1994
<b>Lei 9.613/98</b>	Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998
<b>Lei das S.A.</b>	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976
<b>PL 2.303/15</b>	Projeto de Lei nº 2.303, apresentado em 8 de julho de 2015
<b>Resolução 103</b>	Resolução nº 103 do BACEN, de 10 de dezembro de 1968
<b>Resolução 145</b>	Resolução nº 145 do BACEN, de 14 de abril de 1970

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>1</b>
<b>2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA .....</b>	<b>6</b>
2.1. Sistema monetário: do escambo à criptomoeda.....	6
2.2. Fundos de investimento: o surgimento da aplicação coletiva.....	9
<b>3. CRIPTOMOEDAS: ANÁLISE ONTOLÓGICA .....</b>	<b>17</b>
3.1. Criptomoedas: conceito, propriedades e riscos.....	17
3.2. Criptomoedas: o crivo regulatório brasileiro .....	21
<b>4. FUNDOS DE INVESTIMENTO: COMPOSIÇÃO NORMATIVA .....</b>	<b>25</b>
4.1. Fundos de investimento: natureza jurídica .....	25
4.2. Fundos de investimento: composição estrutural.....	32
<b>5. CRIPTOFUNDOS EM CHEQUE.....</b>	<b>46</b>
5.1. O posicionamento da CVM .....	46
5.2. O (des)amparo regulatório .....	48
<b>6. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>50</b>
<b>7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>A</b>
<b>ANEXO I .....</b>	<b>D</b>
Comunicado BACEN nº 25.306/14 .....	D
<b>ANEXO II.....</b>	<b>F</b>
Comunicado BACEN nº 31.379/17 .....	F
<b>ANEXO III .....</b>	<b>H</b>
Ofício-Circular nº 1/2018/CVM/SIN.....	H

## 1. INTRODUÇÃO

Do escambo à criptomoeda, a sociedade sofreu transformações econômicas que demandaram alterações drásticas na forma pela qual o fluxo monetário transitava entre os agentes macroeconômicos. Se outrora a troca direta de serviços ou mercadorias, sem qualquer intervenção de terceiros delineava a economia de um determinado grupo social, a posteriori, a dificuldade de especialização e divisão do trabalho, por exemplo, passa a evidenciar a insustentabilidade deste modelo, abrindo frente a novas dinâmicas econômicas.

O surgimento da moeda, nesse contexto, não só aumentou o grau de especialização, bem como reduziu o tempo gasto nas trocas e eliminou a necessidade de dupla coincidência de desejos. Assim, a moeda passa a cumprir o papel de meio de pagamento, reserva de valor, unidade-padrão de conta, e intermediária de trocas entre os agentes. Com efeito, estas características paulatinamente passam a delinear novamente um novo momento da moeda, no qual suas limitações físicas passam a representar um entrave ao exponencial crescimento das relações financeiras do dia-a-dia das pessoas, através do fenômeno da Internet das coisas, caracterizado, em linhas gerais, pela conectividade atribuída a diversos objetos do dia-a-dia, de modo a ampliar suas respectivas utilidades.

Nesse diapasão, uma das soluções à necessidade de se instrumentalizar uma economia mais eficiente, propiciando celeridade e dinamismo nas relações de troca são as chamadas *moedas eletrônicas*, tais quais definidas na Lei 12.865/13, em seu art. 6º, inciso VI como “recursos armazenados em dispositivo ou sistema eletrônico que permitem ao usuário final efetuar transação de pagamento”, que permitem ao usuário final efetuar transação de pagamento denominada em moeda nacional. De todo modo, conforme previsão legal, a moeda eletrônica não só se introduz no âmbito da regulação monetária vigente, como consubstancia uma moeda efetivamente instrumentalizada por um governo oficial.

A demanda por uma espécie de meio de pagamento que vislumbrasse unidade de conta distinta das moedas emitidas por governos soberanos, dotada de isenção regulamentar oficial, consagrou-se na figura das chamadas *moedas virtuais*. A criptomoeda é somente uma espécie de moeda virtual, que revolucionou o dinamismo das transações financeiras *online* pelas suas peculiaridades de traslado. Com efeito, trata-se de uma moeda virtual que não é emitida, tampouco

regulada por um banco central específico, sendo seu traslado operacionalizado diretamente entre usuários de modo digital-escritural, através do mecanismo do *blockchain* – “estrutura virtual de chaves públicas, na rede mundial de computadores [...] que registra todas as operações ocorridas em tempo real, quantidade negociada, volume diário, preço da unidade, volume de troca, custo médio por transação, entre outras estatísticas”<sup>1</sup>.

Nesse contexto de inovação financeira, no entanto, a criptomoeda não se restringiu a revolucionar o modo pelo qual o sistema monetário agora pôde recorrer a um candidato de meio de troca com custos de transação inferiores ao papel-moeda. A febre das criptomoedas está, também, relacionada às novas oportunidades de investimentos suscitadas com o surgimento de um instrumento financeiro caracterizado pela volatilidade sem igual de seu valor de troca.

Hoje, no Brasil, estima-se que há mais pessoas investindo em criptomoedas do que na bolsa<sup>2</sup>. Naturalmente, com um número elevador de investidores interessados no investimento em criptomoedas, surge o interesse de administradores, gestores e cotistas de fundos de investimentos pela inserção das criptomoedas em suas carteiras de investimento, especialmente levando em conta a complexidade e os riscos inerentes ao investimento em criptomoedas. Contudo, estão os fundos de investimento construídos no Brasil e regulados pela Instrução CVM 555 autorizados para investir em criptomoedas?

A temática do trabalho consiste em examinar a possibilidade jurídica do investimento em criptomoedas pelos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 555 – isto é, a possibilidade jurídica dos chamados *criptofundos* no Brasil. A hipótese é que a vedação imposta pela CVM, através da não categorização da criptomoeda ao conceito de ativo financeiro, não se sustenta, tampouco promove segurança aos participantes do mercado de capitais.

Por conseguinte, pretende-se demonstrar que o não enquadramento da criptomoeda no conceito de ativo financeiro não segue sua natureza econômica; em verdade, a delimitação normativa de seu alcance está pautada em uma lógica consequencialista atinente aos seus efeitos.

---

<sup>1</sup> BENSAL ROMA, Bruno Marques e DA SILVA, Rodrigo Freitas. *O desafio legislativo do Bitcoin*. Revista de Direito Empresarial, vol. 20/2016, pp.109-128, Nov/2016. DTR\2016\24309.

<sup>2</sup> FRANCO, Júlia. A Polêmica dos Criptofundos: proibir o investimento de fundos em criptomoedas pode não ser o melhor caminho. *Revista Capital Aberto*, São Paulo, 25 de fevereiro de 2018. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/gestao-de-recursos/a-polemica-dos-criptofundos/#.Ww7WMC-ZPOQ>. Acesso em 23 de junho 2018. Neste artigo, Julia Franco traz os números: “estima-se que já existem 1,4 milhão de cadastros nas três maiores plataformas de negociação de bitcoins do País; no sistema da B3 são 619 mil pessoas físicas cadastradas”.

Nesse diapasão, apesar da possibilidade de seu enquadramento enquanto ativo financeiro, por exemplo, ao ser um instrumento que de fato canaliza a poupança até o investimento e possuir características como liquidez, risco e rentabilidade, seus contornos jurídicos será firmado de acordo com o seu impacto ao desenho institucional do mercado.

Assim, ao ser considerada como um ativo financeiro, a criptomoeda passa a figurar como uma hipótese de incidência do artigo 2º, inciso V da Instrução CVM 555, e permite-se, em última análise, a possibilidade da existência de criotofundos. Ainda, no âmbito de sua competência regulamentar perante o mercado de capitais, como será analisado ao longo do trabalho, de modo a conceber uma estrutura de investimento na qual haja credibilidade entre seus participantes, a CVM não desempenha proteção sólida ao mercado no âmbito do Ofício Circular nº 1/2018/CVM/SIN, ao vedar o investimento direto e não dispor sobre o investimento indireto em criptomoedas.

Nesse diapasão, o tema será melhor averiguado à medida em que for explorada a evolução histórica do sistema monetário – desenvolvendo-se do escambo à criptomoeda – e do surgimento do fundo de investimento como modo de aplicação coletiva, perpassando pelo escrutínio ontológico e econômico do conceito ordinário e jurídico da criptomoeda e do fundo de investimento, de modo a culminar na análise crítica do posicionamento da CVM quanto à existência de criotofundos.

Partindo de um ponto de vista geral, o tema contará com algumas delimitações que permitam uma análise mais detida sobre o assunto, até mesmo como maneira de proporcionar conclusões com conteúdo jurídico relevante. Nesse sentido, serão utilizadas: (i) delimitação conceitual; (ii) delimitação de conteúdo; e (iii) delimitação territorial. Destrinchemos a seguir, para melhor entendimento, cada uma delas.

A delimitação conceitual pode ser constatada partindo do fato de que existem, hodiernamente, inúmeras espécies de moedas virtuais em constante troca e negociação que compartilham características intrínsecas na tomada de decisão do investidor. A presente monografia, no entanto, se deterá exclusivamente à análise do investimento em criptomoedas, isto é, àquelas que se valem de um controle descentralizado chamado *blockchain* para serem negociadas diretamente entre usuários de forma digital-escritural, sem a interferência de um terceiro

personagem que garanta a transação<sup>3</sup>, com enfoque no funcionamento do bitcoin, na medida em que seu desenho econômico serve de base para a diferenciação das demais criptomoedas.

A delimitação de conteúdo, por sua vez, far-se-á mediante a escolha, no âmbito desta monografia, de explorar especificamente os desafios jurídicos suscitados pelo investimento de criptomoedas pelos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 555, objeto do Ofício Circular nº 1/2018/CVM/SIN.

Por fim, implícito na delimitação de conteúdo acima, tendo em vista a necessidade de delimitar a jurisdição aplicável aos desafios jurídicos relacionados a possibilidade jurídica de criptofundos, a legislação aplicável a ser utilizada será a brasileira.

A presente monografia possui como objetivo geral, analisar a possibilidade jurídica do investimento em criptomoedas pelos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 555 – isto é, a possibilidade jurídica dos chamados criptofundos no Brasil. Partindo do objetivo amplo e indo ao estudo do caso concreto, o objetivo específico é identificar quais são os fatores históricos, econômicos e normativos relacionados à possibilidade jurídica do investimento em criptomoedas pelos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 555.

Tal objetivo ainda pode ser esmiunçado em objetivos menores: (i) investigar de que maneira o desenvolvimento do sistema monetário se relaciona ao surgimento da aplicação coletiva na forma de fundos de investimento; (ii) identificar as naturezas econômicas e jurídicas da criptomoeda; e (iii) analisar de que forma os agentes reguladores, como o Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários têm se posicionado e agido de modo a permitir ou proibir a existência de criptofundos.

A metodologia de pesquisa que será utilizada será o método hipotético-dedutivo, vez que o estudo será iniciado partindo de premissas teóricas a respeito do tema abordado, seguido do aprofundamento teórico dedutivo com o fito de testar as hipóteses previamente apresentadas no acima. Em relação às técnicas de pesquisa, foi utilizada (i) a pesquisa documental – documentos (leis, sentenças, acórdãos, pareceres, contratos, portarias) que podem ser encontradas em arquivos (públicos ou particulares, *sites* da *internet*, bibliotecas, etc) e (ii) pesquisa bibliográfica – livros,

---

<sup>3</sup> BENSAL ROMA, Bruno Marques e DA SILVA, Rodrigo Freitas. *Op.cit.*, p. 2.

artigos e outros meios de informação em periódicos (revistas, boletins, jornais), outras pesquisas podem ser encontradas em bibliotecas, *sites* da *internet*, etc.

O presente trabalho é dividido em cinco partes subsequentes. No capítulo 2, explora-se os panoramas históricos que deram origem à criptomoeda e ao conceito de aplicação coletiva de recursos na forma de fundos de investimento. Já no capítulo 3, a análise ontológica recai sobre a criptomoeda, com o fito de identificar seu conceito, suas propriedades e riscos, bem como a qualificação jurídica que se possa exprimir em face da regulamentação bancária vigente. O foco do capítulo 4 reside nos fundos de investimento, de modo a explorar sua composição normativa, a qual envolve a delimitação de sua natureza jurídica, as principais questões prescritas pela regulamentação aplicável e os agentes responsáveis pelo seu funcionamento. O capítulo 5, por sua vez, reúne os elementos chave abordados nos capítulos anteriores com o objetivo de analisar o posicionamento atual da CVM em face dos criptofundos. Por fim, o capítulo 6 sustenta considerações finais a respeito do tema.

## 2. EVOLUÇÃO HISTÓRICA

### 2.1. Sistema monetário: do escambo à criptomoeda

O conceito de um sistema monetário de uma nação está historicamente ligado à divisão do trabalho. Ao passo que os indivíduos de uma sociedade se incumbem de realizar tarefas e produzir mercadorias distintas, a perda da autossuficiência econômica destes sujeitos estabelece a necessidade da realização de trocas. Surge, assim, o escambo como mecanismo de permuta de bens e serviços, o qual representa as relações econômicas direcionadas ao consumo imediato<sup>4</sup>. As deficiências da economia de escambo, no entanto, são evidenciadas com a intensificação da divisão do trabalho em economias complexas, nas quais as trocas diretas são insuficientes para contemplar as necessidades de todos<sup>5</sup>. Assim, não havia uma espécie de mercadoria aceita por todos que funcionasse como intermediário de troca.

A introdução da moeda, nesse contexto, não só aumentou o grau de especialização, bem como reduziu o tempo gasto nas trocas e eliminou a necessidade de dupla coincidência de desejos<sup>6</sup>. O mecanismo de escambo de diferentes mercadorias e serviços cedeu espaço a duas operações: a compra e a venda<sup>7</sup>. Além da função de intermediário de troca, a moeda passa a exprimir a função de unidade de valor e a de reserva de valor. Como unidade de valor, a moeda mensura preços e registra débitos na economia, dando origem aos sistemas de preços<sup>8</sup>. Como reserva de valor, por sua vez, a moeda possibilita o “repositório de poder de compra sobre o tempo”<sup>9</sup>, uma vez que sua reserva se traduz em acumulação de riqueza.

O desenvolvimento da forma da moeda se inicia com bens primordialmente dotados de ampla aceitação de troca, como foi o caso de animais, vegetais e minerais à época da revolução agrícola, a qual permitiu a fixação de grupos nômades e cedeu espaço ao sedentarismo<sup>10</sup>. As trocas deixaram de ser diretas e elementos como bois, cavalos e sal eram utilizados como moeda, visto suas

---

<sup>4</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais*. 8ª ed. São Paulo: Editora Atlas, 2016, p. 10.

<sup>5</sup> Para demonstrar o problema da dupla coincidência de desejos, Simonsen e Cysne exemplificam: “um indivíduo, A, pode desejar consumir mercadorias produzidas por outro indivíduo, B; mas, talvez, o indivíduo B não queira as mercadorias produzidas por A, e sim as de um outro indivíduo C, e daí por diante”. Este SIMONSEN, Mário Henrique e CYSNE, Rubens Penha. *Macroeconomia*. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2009, pp 1 e 2.

<sup>6</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Op. cit.*, p. 12.

<sup>7</sup> SIMONSEN, Mário Henrique e CYSNE, Rubens Penha. *Op. cit.*, p 2.

<sup>8</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Op. cit.*, p. 14 e SIMONSEN, Mário Henrique e CYSNE, Rubens Penha. *Op. cit.*, p 2.

<sup>9</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Op. cit.*, p. 14.

<sup>10</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Op. cit.*, p. 15.

respectivas utilidades na vida agrícola. Com a especialização da sociedade, este modelo deixou de apresentar a forma mais eficiente de troca e se torna insustentável para acompanhar as relações econômicas mais complexas.

A *moeda metálica* cunhada, então, entrou no cenário econômico com o fito de substituir os meios de troca anteriores, em razão de possuírem determinadas características<sup>11</sup>, em especial, durabilidade, facilidade de reconhecimento e valor intrínseco, permanecendo como base de todos os sistemas monetários durante séculos<sup>12</sup>. De todo modo, com a intensificação do comércio, o novo meio de troca também passou a apresentar deficiências ao exigir procedimentos morosos para verificar sua autenticidade: “a variação de tamanho das moedas metálicas e a diversidade de materiais utilizados em sua confecção, entre eles, o ouro, obrigavam os comerciantes a pesar as moedas e verificar o teor do metal utilizado”<sup>13</sup>.

Diante desse impasse, a sofisticação do sistema monetário caminhou à prática pelos ourives do depósito das moedas em bancos, os quais emitiam certificados de depósito “com a promessa de devolução ao portador da quantia entregue”<sup>14</sup>. Assim surgiu a *moeda-papel*, como simples certificado de papel representativo da moeda depositada em bancos, e em seguida, o *papel-moeda*, como certificado inconvertível, através da evolução do conceito de utilidade intrínseca à capacidade de adquirir novas mercadorias: “o que se supôs durante muitos anos ser o valor intrínseco do ouro e dos metais preciosos em geral nada mais era do que o seu valor indireto como meio de troca”<sup>15</sup>.

A utilização do papel-moeda como meio de troca levanta questionamentos macroeconômicos importantes, dentre eles, a fundamentação de seu poder de compra, isto é, o *lastro* da moeda. Emissões desenfreadas por autoridades monetárias centrais do papel-moeda resultam em um descompasso entre a reserva e a unidade de valor do papel-moeda, sendo necessária a adoção de medidas que administrem a gerência de sua oferta. Uma dessas medidas consiste em “obrigar essa autoridade a estar sempre preparada para trocar uma espécie importante de moeda conversível por

---

<sup>11</sup> Juliano Pinheiro elenca dez características que justificam a utilização da moeda metálica: (i) valor intrínseco, (ii) dureza, (iii) raridade relativa, (iv) grande valor, (v) identidade, (vi) grande poder aquisitivo, (vii) pequena variação de valor, (ix) facilidade de reconhecimento, (x) propriedades industriais e (xi) ponto de fusão elevado. *Ibidem*.

<sup>12</sup> SIMONSEN, Mário Henrique e CYSNE, Rubens Penha. *Op. cit.*, p. 2.

<sup>13</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Op. cit.*, p. 16.

<sup>14</sup> *Ibidem*.

<sup>15</sup> SIMONSEN, Mário Henrique e CYSNE, Rubens Penha. *Op. cit.*, p. 3.

ouro não cunhado” e, vice-versa, “para adquirir ouro não cunhado em troca de moeda, também a uma taxa fixa”<sup>16</sup>.

Em termos globais, de 1816 a 1933, esse foi o mecanismo que recebeu a alcunha de *padrão-ouro*, no qual os países-membros obrigavam-se a obedecer a oferta monetária *vis-à-vis* ao ouro contabilizado em depósito de suas respectivas autoridades monetárias centrais. O padrão-ouro, no entanto, cedeu espaço ao *padrão-dólar*, instituído pelo Acordo de Bretton Woods, assinado em 1944, o qual teve como pano de fundo o final da Segunda Guerra Mundial e o financiamento norte-americano da reconstrução de diversos países europeus. Em 1973, contudo, uma nova onda de especulação do dólar norte-americano marcou o fim do sistema monetário fixado pelo Acordo de Bretton Woods. Hoje, o lastro da moeda “é resultante de um conjunto de macrovariáveis, como, por exemplo, as reservas cambiais que determinam o real poder aquisitivo de uma moeda”<sup>17</sup>.

Apesar dos consideráveis avanços representados pela introdução do papel-moeda na economia, a intensificação de relações econômicas cada vez mais complexas em volume e distância entre credor e devedor criou a demanda por meios de troca alternativo. O desenvolvimento das instituições financeiras autorizadas em receber depósito à vista<sup>18</sup> permitiu a possibilidade da introdução da *moeda escritural*, com liquidez equivalente ao papel-moeda. Dessa forma, possibilitou-se o uso de depósitos à vista como meio de pagamento<sup>19</sup>, através de cheques, cartões eletrônicos, documentos de crédito (DOCs), transferências eletrônicas disponíveis (TEDs), dentre outros. No âmbito das moedas escriturais, surge o fenômeno da multiplicação dos meios de pagamento pelos bancos comerciais, conforme explicam Simonsen e Cysne<sup>20</sup>:

No momento em que tais instituições observaram que, por uma questão de cálculo de probabilidade, era possível emprestar parte dos depósitos à vista recebidos, pois era altamente improvável que todos os depositantes sacassem seus fundos ao mesmo tempo, começou a surgir esse fenômeno de multiplicação. Os bancos comerciais passaram a manter encaixes bem inferiores aos seus depósitos e, com isso, os meios de pagamento tornaram-se várias vezes superiores ao saldo do papel-moeda em circulação (papel moeda emitido menos caixa em moeda corrente do Banco Central). Isso porque, no momento em que um banco comercial concede um empréstimo com base em seus depósitos à vista, o dinheiro passa a pertencer ao mutuário, sem que o depositante perca o direito de sacar seus

---

<sup>16</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Op. cit.*, p. 17.

<sup>17</sup> *Ibidem*.

<sup>18</sup> Conforme explicam Simonsen e Cysne, as instituições financeiras autorizadas em receber depósitos à vista “também são denominadas instituições financeiras com ‘carteira de depósitos à vista’ ou com ‘carteira comercial’” sendo “praxe usual referir-se a tais instituições financeiras como ‘bancos comerciais’”. SIMONSEN, Mário Henrique e CYSNE, Rubens Penha. *Op. cit.*, p 4.

<sup>19</sup> Conforme explica Juliano Pinheiro, em termos econômicos, meio de pagamento consiste na “capacidade que a moeda tem de diminuir dívidas em última instância, ou seja, é um ativo financeiro de liquidez imediata”, em PINHEIRO, Juliano Lima. *Op. cit.*, p.13.

<sup>20</sup> SIMONSEN, Mário Henrique e CYSNE, Rubens Penha. *Op. cit.*, pp. 5 e 6.

fundos a qualquer instante. O mecanismo se repete, pois as pessoas que recebem o empréstimo de um banco comercial, ou que com ele são pagas, acabam depositando parte do dinheiro em algum outro banco comercial, que irá expandir seus empréstimos, e assim por diante. No final, o volume de meios de circulação se torna várias vezes superior ao saldo do papel-moeda em circulação.

Assim, a utilização do papel-moeda e da moeda escritural passaram a representar meios de pagamento caracterizados, em especial, pela extensa regulamentação e centralização nas autoridades monetárias centrais e nos bancos comerciais. Esse é o pano de fundo da introdução na economia das chamadas *moedas virtuais*. A *criptomoeda* é somente uma espécie de moeda virtual, que revolucionou o dinamismo das transações financeiras *online* pelas suas peculiaridades de traslado, conforme será explicado no Capítulo 3.

O conceito da criptomoeda foi introduzido na forma do bitcoin, através de um artigo divulgado em 2008 na internet por Satoshi Nakamoto – identidade anônima a qual especula-se, dentre outras possibilidades, consistir em uma palavra-valise que representa quatro das maiores companhias de tecnologia do mundo: **Samsung**, **Toshiba**, **Nakamichi** e **Motorola**<sup>21</sup>. Neste artigo, Nakamoto propõe um modelo de moeda virtual *peer-to-peer* – “de ponta-a-ponta” – que possibilita o envio direto de pagamentos online entre partes sem a intermediação de uma instituição financeira.

## 2.2. Fundos de investimento: o surgimento da aplicação coletiva

A origem das sociedades de aplicação, por sua vez, está relacionada à confluência de dois fatores essenciais<sup>22</sup>: (i) “a cristalização duma riqueza suficiente em um certo país, [isto é] o acúmulo de importantes capitais em busca de aplicação” e (ii) “a criação de uma mentalidade entre os capitalistas, para apreciar as grandes vantagens de tal organismo especializado”. Assim, a introdução de formas coletivas de investimento se insere em um contexto no qual há demanda pela “limitação dos riscos, obtida mediante a diversificação dos investimentos, a criação de um título dotado de amplo mercado, facilmente negociável, acumulação de importantes reservas pela sociedade e gestão prudente e cautelosa da carteira por dirigentes experimentados”<sup>23</sup>. Delimitou-

---

<sup>21</sup> KUO CHUEN, David Lee (ed.). Handbook of Digital Currency: Bitcoin, Innovation, Financial Instruments, and Big Data. 1 ed. San Diego (USA): Elsevier, 2015, chapter 1, p. 11.

<sup>22</sup> PAGISTE, Bernard. *Investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1958, p. 173, *apud* DINIZ MARTINS SOUTO, Saint-Clair. *Fundos de investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características*. 2016. 136 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de Brasília, Brasília, 2016. p.16

<sup>23</sup> BARRETO FILHO, Oscar. Regime jurídico das sociedades de investimento. São Paulo: Max Limonad, 1956, pp. 57 e 58 *apud* DINIZ MARTINS SOUTO, Saint-Clair. *Op. cit.*. p.16

se, dessa maneira, as principais características dos chamados *investment trusts* – expressão utilizadas para abarcar o gênero das instituições de investimento coletivo<sup>24</sup>.

Há divergência doutrinária a respeito da fixação do instituto precursor a contemplar essas características essenciais a *investment trusts*. Se por um lado o instituto belga, concebido em 1822, denominado *Sociedade Geral dos Países Baixos para Favorecer a Indústria Nacional (Algemeene Nederlandsche Maatschappij ter Begunstiging van de Volksligt)*, antecede temporalmente os demais, por outro, seu objeto social não se restringiu exclusivamente ao domínio da aplicação coletiva<sup>25</sup>. Por essa razão, há quem sustente o pioneirismo do instituto suíço, concebido em 1849, *sociedade civil genebrina de emprego de fundos (Omnium)*<sup>26</sup>. Em termos globais, é possível identificar o florescimento do desenvolvimento dos *investment trusts* na Inglaterra e nos Estados Unidos<sup>27</sup>.

O vanguardismo inglês se justifica não só pelo acúmulo de riquezas em razão da expansão marítima do Império Britânico a partir do século XVI<sup>28</sup>, como também pelo desenvolvimento institucional jurídico que tornou os *investment trusts* o setor mais dinâmico da economia do Reino Unido<sup>29</sup>. A preponderância norte-americana, por sua vez, pauta-se no contexto pós-Primeira Guerra Mundial, o qual ilustra a crise de liquidez no mercado europeu, e impulsiona o desenvolvimento vertiginoso de *investment trusts*<sup>30</sup>.

Em terras inglesas, a criação dos institutos de *investment trusts* caminham pela introdução gradativa de características que fomentam a diversificação de investimentos e a diminuição dos riscos. Em 1863, surgiram os institutos *London Financial Association* e *International Financial Society*, os quais tinham como objeto “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>31</sup>. Em 1864, introduziu-se o *Foreign and Colonial*

---

<sup>24</sup> DINIZ MARTINS SOUTO, Saint-Clair. *Op. cit.* p.16.

<sup>25</sup> DINIZ MARTINS SOUTO, Saint-Clair. *Op. cit.* p.17.

<sup>26</sup> *Ibidem*.

<sup>27</sup> PAGISTE, Bernard. *Op. cit.*, p. 176, *apud* DINIZ MARTINS SOUTO, Saint-Clair. *Op. cit.* p.17.

<sup>28</sup> FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 65.

<sup>29</sup> PAGISTE, Bernard. *Op. cit.*, p. 51, *apud* DINIZ MARTINS SOUTO, Saint-Clair. *Op. cit.*, p.19.

<sup>30</sup> Nesse sentido, Diniz Martins Souto qualifica o desenvolvimento norte-americano à época: “com um ritmo lento de desenvolvimento até 1921, quando existiam apenas 40 *investment trusts*, o mercado norte-americano passou a experimentar uma vertiginosa expansão, chegando, em 1929, a um total de 760. DINIZ MARTINS SOUTO, Saint-Clair. *Op. cit.*, pp. 21 e 22.

<sup>31</sup> ARGENZIANO, Riccardo. *L’Investment trust*. Milano: Giuffrè, 1952, pp. 8 e 9, *apud* DINIZ MARTINS SOUTO, Saint-Clair. *Op. cit.* p. 17.

*Investment Trust*, o qual caracterizou-se pela diminuição “do risco inerente aos aplicadores em títulos 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”<sup>32</sup>.

No âmbito do regime jurídico inglês atinente aos *investment trusts*, a transição do *Joint Stock Companies Act* de 1844 ao *Companies Act* de 1862 representou a simplificação das normas que regiam as sociedades anônimas e os títulos por ela emitidos e a inovação do reconhecimento da limitação da responsabilidade dos sócios das *Registered Companies*, de modo a resultar na atração de pequenos investidores para esta nova espécie de aplicação coletiva<sup>33</sup>. Salienta-se que um dos efeitos a este tratamento jurídico atinente aos *investment trusts* consistiu na independência destes institutos ao setor bancário, além da não publicação de suas participações<sup>34</sup>.

Em terras norte-americanas, destaca-se o pioneirismo, em 1823, do *Massachusetts Hospital Life Insurance Company*, “o qual tinha acordos com seus clientes que se assemelhavam muito ao *trust* britânico”<sup>35</sup>. Com efeito, apesar da vertiginosa ascensão quantitativa de *investment trusts* após a Primeira Guerra Mundial, a Grande Depressão em 1929 representou um marco de sua contingência: se até 1929, havia um total de 760 *investment trusts* em funcionamento, este número, em 1936, chegou em 120<sup>36</sup>.

No âmbito do regime jurídico norte-americano atinente aos *investment trusts*, com o fito de reestabelecer o crescimento deste setor, intensificou-se a atividade legislativa acerca do tema, de modo que entre 1933 e 1940, quatro leis concernentes aos *investment trusts* foram editadas<sup>37</sup>: (i) *Securities Act*, editado em 1933, o qual se dedicou a exigir maior transparência nas demonstrações financeiras, para melhorar a qualidade da tomada de decisão do investidor, e tipificar hipóteses de atividades fraudulentas no mercado de valores mobiliários; (ii) *Securities Exchange Act*, editado em 1934, o qual regeu as transações de valores mobiliários no mercado secundário e garantiu maior transparência financeira; (iii) *Public Utility Holding Company Act*, editado em 1935, o qual vedou o financiamento de atividades não reguladas pelas companhias

---

<sup>32</sup> PAGISTE, Bernard. *Investimentos*. *Op. cit.*, p. 176, *apud* DINIZ MARTINS SOUTO, Saint-Clair. *Op. cit.* p.18

<sup>33</sup> DINIZ MARTINS SOUTO, Saint-Clair. *Op. cit.* p.19

<sup>34</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 41

<sup>35</sup> DINIZ MARTINS SOUTO, Saint-Clair. *Op. cit.*, p.21

<sup>36</sup> DINIZ MARTINS SOUTO, Saint-Clair. *Op. cit.*, p.22

<sup>37</sup> *Ibidem*.

controladoras de utilidade pública; e (iv) *Investment Company Act*, editado em 1940, o qual exigiu o registro das *investment companies*, bem como regulou os produtos por elas ofertados ao mercado.

No Brasil, a ausência de informações oficiais acerca da introdução do conceito de fundos de investimento na economia dificulta delinear suas origens<sup>38</sup>. Salienta-se que, diferente dos contextos socioeconômicos inglês e norte-americano supra ilustrados, a difusão desse instituto no Brasil encontrou obstáculos a preencher as situações de fato que ensejam a demanda por companhias de investimento, quais sejam: “(i) a existência de um mercado de títulos já bastante desenvolvido; (ii) uma larga economia popular, [...] interessada em alcançar uma segunda fonte de renda e (iii) compreensão pública das vantagens que o investimento coletivo pode oferecer”<sup>39</sup>.

Inspirada nos institutos brasileiros da sociedade de investimento e sociedades em conta de participação, a primeira estrutura de investimento coletivo, a qual apresenta propriedades parecidas com a figura típica do fundo de investimento tal qual concebido hoje, surgiu no contexto do desenvolvimento da indústria brasileira sob o governo de Juscelino Kubitschek. No dia 18 de janeiro de 1957, surge o fundo de investimento Crescinco, como iniciativa da *International Basic Economic Corporation* (Ibec), sociedade esta controlada à época pelo grupo Rockefeller. Cláudio Gradilone remonta bem a conjuntura internacional que ensejou a constituição do fundo Crescinco à época<sup>40</sup>:

Mas o que a turma do bilionário fundador da Standard Oil estava fazendo por aqui? A resposta é de Nelson Rockefeller, neto do legendário John D. Rockefeller e o político da família (ele chegaria à Vice-Presidência dos Estados Unidos na administração de Gerald Ford, entre 1974 e 1977). Anos antes, durante a Segunda Guerra Mundial, em uma audiência no Congresso norte-americano, um deputado perguntou a ele do que a América do Sul precisava. “O que faz falta por lá é uma classe média”, respondeu Nelson. Só assim, racionava, seria possível romper a inércia de países agrários dominados por coronéis avessos a qualquer modernização – e, pior, presas fáceis para qualquer aventureiro antiamericano. Esse pensamento norteia boa parte da política de boa vizinhança, que começou com a gestão Franklin Roosevelt e prosseguiu por vários outros mandatos presidenciais. Assim, entre as várias iniciativas oficiosas de Washington, estava o desenvolvimento de um mercado de capitais no Brasil que atingisse os investidores individuais.

Com efeito, o fundo Crescinco representou um marco histórico para o mercado de capitais brasileiro, na medida em que se materializa uma estrutura de investimento coletivo no país capaz,

---

<sup>38</sup> ASHTON, Peter Walter. *Companhias de investimento*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963, p. 31, *apud* DINIZ MARTINS SOUTO, *Op. cit.*, p. 25.

<sup>39</sup> ASHTON, Peter Walter. *Op. cit.*, p. 29, *apud* DINIZ MARTINS SOUTO, Saint-Clair. *Op. cit.*, p. 24.

<sup>40</sup> GRADILONE, Cláudio. Especial Fundos de Investimento. *Revista Capital Aberto*, São Paulo, 26 de maio de 2007. Disponível em <https://capitalaberto.com.br/pageflip/Especial%20Fundos%20de%20Investimento/Especial%20Fundos%20de%20Investimento/assets/basic-html/page13.html>. Acesso em 23 de junho de 2018. p. 13.

não só de “superar os inconvenientes que as sociedades de investimento e as sociedades em conta de participação impunham aos novos aportes de capitais”<sup>41</sup>, como também de introduzir a classe média no mercado de capitais e, em última análise, à economia moderna<sup>42</sup>. Quanto à sua regulação jurídica, o fundo Crescinco, constituído sob o regime de condomínio aberto, não dispunha de lei própria, senão aos limites impostos pela própria legislação de condomínios vigente à época.

O longo caminho à regulamentação formal dos fundos de investimento até os dias atuais é caracterizado pela edição de leis que gradualmente moldam o desenho institucional do fundo de investimento e transferem a competência de sua fiscalização. É possível dividir as principais legislações editadas acerca do tema em três momentos ao utilizar a competência como critério divisor: (i) competência do BACEN; (ii) competência mista do BACEN e da CVM; e (iii) competência da CVM.

A Lei 4.728/65 marca o início da regulação formal dos fundos de investimento ao submeter “à autorização e fiscalização do Banco Central todas as sociedades de investimento que administrassem fundos em condomínio”<sup>43</sup>. No âmbito de sua fiscalização, em 1968, o BACEN editou a Resolução 103, a qual vedou os fundos de financiamento mantidos pelas sociedades de investimento ou financeiras, em razão da preocupação crescente com as “consequências decorrentes de eventual má administração dos investimentos dos clientes, que poderia ensejar falência de instituições financeiras”<sup>44</sup>. Após negociações entre os agentes econômicos envolvidos, optou-se pela preferência do instituto do condomínio em detrimento do instituto da sociedade em conta de participação. Nesse sentido, em 1970, o BACEN editou a Resolução 145, a qual concebeu o instituto do *fundo mútuo de investimento*, com uma estrutura condominial semelhante à atual. Dentre suas características, destaca-se a necessidade da inscrição de seus atos constitutivos no registro competente e da inscrição própria em cadastro de contribuintes da Receita Federal, bem como o fato de que os proprietários eram os cotistas condôminos; não o administrador<sup>45</sup>. Dessa maneira, consolidou-se a figura do fundo de investimento como ente autônomo, capaz de atender os anseios tanto do BACEN, ao separar os patrimônios do administrador e dos investidores, quanto

---

<sup>41</sup> DINIZ MARTINS SOUTO, Saint-Clair. *Op. Cit.*, pp. 27 e 28.

<sup>42</sup> GRADILONE, Cláudio. *Op. cit.*, p. 13.

<sup>43</sup> DINIZ MARTINS SOUTO, Saint-Clair. *Op. Cit.*, p. 29.

<sup>44</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. Cit.*, p. 62.

<sup>45</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. Cit.*, p. 63.

dos próprios investimentos, oferecendo-lhes uma plataforma de investimento com riscos mitigados e segurança jurídica.

A Lei 6.385/76, por sua vez, marca o início da competência mista da regulação e fiscalização dos fundos de investimento entre o BACEN e a CVM, criada por meio desta. Assim, a depender dos ativos que compunham a carteira dos fundos, determinava-se a competência de sua regulação e fiscalização<sup>46</sup>. No âmbito da competência da CVM nesse período, destacam-se três instruções: (i) a Instrução CVM 215, a qual dispunha sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos mútuos de investimento em ações, fundos de investimentos – carteira livre, fundos de investimento em quotas de fundos mútuos de investimentos em ações, (ii) a Instrução CVM 302, a qual revogou a Instrução CVM 215 e dispunha sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento em títulos de valores mobiliários, e (iii) a Instrução CVM 305, a qual dispunha sobre as demonstrações contábeis dos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários. No âmbito de sua competência, o BACEN editou a Circular 1.903/91, a qual regulamentava a constituição e o funcionamento de fundos de aplicação financeira e de fundos de investimento em quotas de fundos de aplicação financeira.

A transição da competência mista da regulação e fiscalização dos fundos de investimento entre o BACEN e a CVM para a competência exclusiva imputada à CVM ocorreu com a Lei 10.303/01, que incluiu o inciso V no artigo 2º da Lei 6.385/76, que passou a vigorar com a seguinte redação: “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (...) V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; (...)”. Com efeito, a partir de então, a CVM concentrou a “responsabilidade pela regulamentação e fiscalização dos fundos de investimento, independente dos ativos que compusessem sua carteira”<sup>47</sup>. Nesse contexto, surge a Instrução CVM 409, a qual revoga, dentre outras, a Instrução CVM 302, e dispunha sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento e dos fundos de investimento em cotas de fundos de investimento. Isso significa dizer que esta instrução se caracterizou por ser subinclusiva em relação a diversas classes de fundos, precisamente 19 classes, as quais foram regidas por regulamentação própria<sup>48</sup>.

---

<sup>46</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. Fundos de Investimento: Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2016. P .39.

<sup>47</sup> *Ibidem*.

<sup>48</sup> Artigo 1º, parágrafo único da Instrução CVM 409: “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

## Considerações Parciais

Preliminarmente, é possível identificar que evolução histórica da moeda conflui para um propósito fundamental à origem do mercado de capitais: a desintermediação. Isso significa dizer que, do escampo à criptomoeda, esta se apresenta como movimento antagônico à regulação monetária oficial, ao consagrar uma unidade de conta distinta das moedas emitidas por governos soberanos.

O conceito fundamental de mercado reside em “um ambiente negocial, não necessariamente físico, de contínua relação de seus integrantes”<sup>49</sup>. Assim, sob uma perspectiva macro, o mercado financeiro consagra uma estrutura funcional com o objetivo de promover a transferência de recursos entre os agentes econômicos. Diante da existência, em economias capitalistas, de agentes superavitários, na figura daqueles que dispõem de recursos, e agentes deficitários, na figura daqueles que necessitam de tais recursos, o mercado financeiro instrumentaliza a canalização da poupança nacional<sup>50</sup>.

Isso posto, é necessário identificar as espécies contempladas no gênero do mercado financeiro, quais sejam: (i) mercado financeiro, em sentido estrito, ou mercado de crédito; (ii) mercado monetário; (iii) mercado cambial; e (iv) mercado de capitais. O mercado de crédito é caracterizado pela presença da intermediação pelas instituições financeiras, as quais “tomam recursos de quem os tem para depois repassá-lo a quem deles necessita, atuando como contraparte em cada uma das operações”<sup>51</sup>, consistindo em verdadeiro “mercado de intermediação financeira”<sup>52</sup>.

---

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”.

<sup>49</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. cit.*, p. 59.

<sup>50</sup> *Ibidem*.

<sup>51</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. cit.*, p. 60.

<sup>52</sup> MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999, p. 259. apud. PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. cit.*, p. 60.

O mercado monetário, por sua vez, é aquele no qual as autoridades monetárias realizam “operações de curto ou curtíssimo prazo com títulos públicos, com o objetivo de controlar a liquidez na economia”<sup>53</sup>. Nesse sentido, dentre os exemplos de operações que correm no âmbito desse mercado está a dívida pública a curto prazo, ativos de empresas e ativos bancários<sup>54</sup>.

Já o mercado de câmbio consagra o ambiente no qual “são efetuadas operações de compra e venda da moeda estrangeira de curto prazo, com intermediação de instituições financeiras, viabilizando o fluxo de capitais para dentro e para fora do país”<sup>55</sup>. Isso significa dizer que dentre as operações que correm neste mercado, tem-se “as importações (necessidade de compra de moeda estrangeira) e as exportações (necessidade de venda de moeda estrangeira) feita pelas empresas”<sup>56</sup>.

Por fim, o mercado de capitais, no qual se insere a estrutura econômica de aplicação de recursos coletivos na forma de fundos de investimento, contempla um ambiente no qual “a mobilização se dá diretamente entre poupadores e tomadores”<sup>57</sup>. É precisamente nesse contexto em que o mercado de capitais é caracterizado pela desintermediação, promovida pela perda de espaço das instituições financeiras na qualidade de intermediadores e sua participação tão somente como interveniente, na modelagem de operações nas quais o risco recai sobre os investidores.

---

<sup>53</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. cit.*, p. 60.

<sup>54</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Op. cit.*, p. 90.

<sup>55</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. cit.*, p. 61.

<sup>56</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Op. cit.*, p. 94.

<sup>57</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. cit.*, p. 61.

### 3. CRIPTOMOEDAS: ANÁLISE ONTOLÓGICA

#### 3.1. Criptomoedas: conceito, propriedades e riscos

Em um primeiro momento, importa destacar a existência, para além do Bitcoin, de diversas outras criptomoedas, tais como o Namecoin<sup>58</sup>, o Litecoin<sup>59</sup> e o Dogecoin<sup>60</sup>. Com efeito, essas criptomoedas derivam essencialmente do conceito introduzido pelo Bitcoin, de modo a apresentarem pequenas alterações em sua tecnologia que as diferem. Nesse sentido, para os efeitos desse trabalho, o exemplo do Bitcoin será utilizado como norte do tratamento da natureza das criptomoedas em geral, por apresentar o caso concreto de maior notoriedade de sua espécie.

Diante da contribuição de Nakamoto, a introdução da criptomoeda à realidade de um número indefinido de sujeitos, em razão, principalmente, de sua natureza descentralizada, instaura a necessidade de identificar com precisão as características ontológicas desta espécie de moeda virtual. Tal demanda surge não só com o objetivo de avaliar seus benefícios e riscos, como também para exaurir as preocupações de potenciais usuários que surgem em face do desconhecimento de uma estrutura de transações financeira complexa.

Em síntese, a criptomoeda ganhou notoriedade pelas suas peculiaridades de traslado. Trata-se de uma moeda virtual quem não é emitida, tampouco regulada por um banco central específico, sendo seu traslado operacionalizado diretamente entre usuários de modo digital-escritural, através do mecanismo do *blockchain*, o qual opera na forma de uma “estrutura virtual de chaves públicas, na rede mundial de computadores (...) que registra todas as operações ocorridas em tempo real, quantidade negociada, volume diário, preço da unidade, volume de troca, custo médio por transação, entre outras estatísticas”<sup>61</sup>, como será melhor explicado ao longo deste capítulo.

---

<sup>58</sup> “Namecoin is an alternative cryptocurrency (i.e., an altcoin) derived from Bitcoin. It was the first fork of Bitcoin and, hence, the second distributed cryptocurrency in history. Besides being a cryptocurrency, Namecoin intends to provide an alternative to the Domain Name System (DNS) and offers the possibility to store arbitrary name-value pairs in its blockchain”, vide JUDMAYER, Aljosha et al. *Blocks and Chains: Introduction to Bitcoin, Cryptocurrencies, and Their Consensus Mechanisms*. Texas: Morgan & Claypool Publishers, 2017. pp. 47-50.

<sup>59</sup> “Litecoin uses the scrypt cryptographic hash function, which is considered to be memory-hard. The aim was to reduce the advantage of Bitcoin miners using hardware devices (ASICs) specifically built for high-performance SHA256 hash operations. Litecoin uses a reduced block interval of 2.5 minutes”, vide *ibidem*.

<sup>60</sup> “Dogecoin started as a toy experiment but is now maintained by a vibrant community. It is an indirect fork of Litecoin with a smaller block interval of one minute and a slightly adjusted difficulty and reward algorithm over time”, vide *ibidem*.

<sup>61</sup> BENSAL ROMA, Bruno Marques e DA SILVA, Rodrigo Freitas. O desafio legislativo do Bitcoin. *Revista de Direito Empresarial*, vol. 20/2016, pp. 109-128, Nov/2016. DTR\2016\24309.

Impressões preliminares a respeito de sua natureza, então, apontam que (i) a unidade de valor empregada pela criptomoeda não possui uma correspondência física dotada de regulamentação jurídica e (ii) a criptomoeda surge em polo antagônico ao monopólio governamental de emissão de moeda<sup>62</sup>. Com efeito, sua utilização permite transações financeiras sem a intermediação de qualquer autoridade monetária oficial e, portanto, não estão sujeitas à extensa regulação bancária aplicável em outras operações de mesmo fim.

Outros métodos alternativos de transações financeiras *online* ensejam a participação de intermediários, como no caso do ApplePay<sup>63</sup>, no qual identifica-se feixes complexos de relações jurídicas entre este intermediário, no caso, a Apple Inc., e as instituições financeiras para disponibilizar este tipo de serviço<sup>64</sup>. Adicionalmente, a unidade de valor transacionada nestes serviços contemplam moedas oficiais. No caso das criptomoedas, no entanto, há uma dupla coincidência de instrumentos que consubstanciam a possibilidade de tamanha descentralização: o traslado da criptomoeda, enquanto moeda isenta de restrições normativas bancárias, mediante o *blockchain*, enquanto rede *peer-to-peer*.

Para ilustrar o funcionamento das transações realizadas com criptomoedas, é preciso reconhecer que estas são, em última análise, arquivos de computador, os quais podem ser destruídos ou perdidos, assim como o papel-moeda<sup>65</sup>. Nesse sentido, a tecnologia que suporta a transferência de criptomoedas precisa necessariamente ser capaz de, por exemplo, impedir que esses arquivos sejam copiados ou até mesmo enviados mais de uma vez<sup>66</sup>, fenômeno conhecido como problema do duplo-gasto (*double-spending problem*), conforme ilustra David Lee:

Considere a situação na qual o dinheiro digital é meramente um arquivo de computador, como qualquer arquivo digital. Alice pode transferir \$10 para Bob através do envio do arquivo do dinheiro para ele facilmente via e-mail. No entanto, observe que o envio de um arquivo em verdade transfere uma cópia do arquivo e não deleta o arquivo original do computador. Quando Alice anexa o arquivo do dinheiro em um e-mail à Bob, ela permanece com uma cópia do arquivo do dinheiro, mesmo após “gasta-lo”, ao tê-lo

---

<sup>62</sup> PLASSARAS, Nicholas A. Regulation Digital Currencies: Bringing Down Bitcoin Within the Reach of the IMF. *Chicago Journal of International Law*, 14 Chi Intl L (2013) Forthcoming. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=2248419>>. p. 4

<sup>63</sup> Apple Pay consiste em uma espécie de meio de pagamento móvel que utiliza a tecnologia *near field communication* (NFC) para intermediar conexão entre um iPhone e os dispositivos de pagamento de cartão de crédito e débito, mediante autenticação biométrica ou via pin. BURGE, Mark Edwin. *Apple Pay, Bitcoin and Consumers: The ABCs of Future Public Payments Law*. 67 *Hastings Law Journal* 1493(2016); Texas A&M University School of Law Legal Studies Research Paper No. 16-11. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2702101>. Acesso em 23 de junho de 2018.

<sup>64</sup> KUO CHUEN, David Lee (ed.). *Op. cit.* p. 14.

<sup>65</sup> PLASSARAS, Nicholas A. *Op. cit.*, p. 6.

<sup>66</sup> KUO CHUEN, David Lee (ed.). *Op. cit.* p. 15.

enviado à Bob. Sem a intermediação de um terceiro confiável para garantir o contrário, Alice pode facilmente enviar os mesmos \$10 a Charlie, por exemplo.<sup>67</sup>

É nesse contexto em que se destacam as propriedades criptográficas do *blockchain*. O problema do duplo-gasto, nesse sentido, é resolvido pela manutenção de uma espécie de registro de balanços, cuja responsabilidade concentrada em autoridade monetária, instituição financeira ou terceiro intermediário cede espaço para a publicidade das informações<sup>68</sup>, sem comprometer o anonimato do remetente ou do destinatário. Assim, qualquer pessoa pode verificar o histórico de todas as transações processadas desde sua inauguração, mas sua tecnologia de chaves-públicas não permite que um terceiro identifique suas transações, como ilustra Bruno Roma e Rodrigo Silva<sup>69</sup>:

A título de exemplo, quando a *blockchain* recebe uma ordem de transferência de 100 BTC da usuária Fernanda (Chave pública h3t2983h982n398923829r38929artq12) para ser creditado ao usuário Lucas (Chave pública ksj294t8hn204nm342030t2838t208302), a estrutura fará a conferência das chaves públicas de ambos os usuários e da chave privada digitada pela usuária Fernanda que emitiu a ordem. Caso os dados convirjam, a operação será concluída, sendo creditados 100 BTC na conta do usuário Lucas, que agora terá uma nova chave pública para o seu novo saldo, o mesmo acontecerá com a chave pública do saldo remanescente na conta da usuária Fernanda, então, as novas chaves públicas (block) são inseridas novamente na estrutura de chaves (chain).

O funcionamento do *blockchain*, enquanto rede descentralizada *peer-to-peer*, está sujeito a uma extensa infraestrutura de computadores de alto desempenho para realizar os cálculos matemáticos que viabilizam as transações financeiras e seu lançamento em sua cadeia de registro público, após processo de conferência dessas transações. Pode-se dizer que este processo de conferência é análogo à procura incessante por números primos<sup>70</sup>, visto que sua dificuldade aumenta progressivamente, de modo a exigir computadores de alto desempenho para tanto. O fornecimento dessas máquinas, por sua vez, é intermediado entre os chamados *miners* – mineradores – através em troca por unidades de bitcoin, ao passo que “novos blocos são adicionados à rede, podendo transferi-las a outros usuários, ou adicioná-las às suas próprias carteiras virtuais para futuras negociações”<sup>71</sup>. A este procedimento “de conferência de dados e realização de cálculos, para manutenção da rede e recebimento de recompensas é resumidamente chamado de *mining* – mineração.

---

<sup>67</sup> Ibidem. Tradução livre do inglês.

<sup>68</sup> KUO CHUEN, David Lee (ed.). *Op. cit.* p. 16.

<sup>69</sup> BENSAL ROMA, Bruno Marques e DA SILVA, Rodrigo Freitas. *Op. cit.*, p. 2.

<sup>70</sup> KUO CHUEN, David Lee (ed.). *Op. cit.* p. 19.

<sup>71</sup> BENSAL ROMA, Bruno Marques e DA SILVA, Rodrigo Freitas. *Op. cit.*, p. 3.

O conceito inaugurado por Nakamoto prevê o limite sólido de 21 milhões de criptomoedas em circulação, número este previsto para 2040. Após a emissão da última unidade de Bitcoin, ainda no âmbito do desenho econômico de Nakamoto, o procedimento de mineração seria remunerado com taxas de transação, evento o qual impõe questões aos seus usuários (até que ponto os benefícios da criptomoeda valem o custo de taxas de transação?), mas mantém o incentivo para a manutenção do procedimento de mineração<sup>72</sup>.

Além da aquisição de bitcoins como contraprestação à mineração, há diferentes formas de se obter essa criptomoeda. Em todo caso, é necessário o acesso a uma carteira digital (*e-wallet*) que permita o armazenamento das chaves públicas<sup>73</sup> ao *blockchain*, as quais correspondem ao respectivo saldo. Há diferentes tipos de carteiras digitais, as quais incluem versões em celulares, dispositivos móveis, computadores, dentre outras<sup>74</sup>. No âmbito de sua utilização como meio de pagamento em troca de bens e serviços, o método mais conveniente para tal é através de caixas eletrônicos que trocam moedas oficiais por criptomoedas em tempo real. De todo modo, no Brasil, há somente um caixa eletrônico de criptomoedas localizado em São Paulo<sup>75</sup>.

Em relação à transferência de bitcoins no âmbito da economia de varejo, o número de estabelecimentos que aceitam Bitcoin como meio de pagamento no Brasil ainda é restrito. Em matéria divulgada no site da Revista Forbes Brasil em 19 de janeiro de 2018, estima-se que há, no mundo, cerca de 11,5 mil estabelecimentos que aceitam Bitcoin como meio de pagamento, não havendo uma estimativa numérica para tal no Brasil. Destacou-se, contudo, alguns estabelecimentos ou prestadores de serviço de diferentes ramos que já aceitam a famosa criptomoeda: Wayne Tatto, estúdio de tatuagem; Tecnisa, empresa do mercado imobiliário, PreVet Home, clínica veterinária; Nobile Plaza Hotel; JS Hostel; a dupla sertaneja João Bosco e Vinícius, a qual anunciou a venda de um show por uma unidade de bitcoin em 2017; e o Grupo Reserva, marcas de moda masculina e infantil<sup>76</sup>.

---

<sup>72</sup> KUO CHUEN, David Lee (ed.). *Op. cit.* p. 20.

<sup>73</sup> KUO CHUEN, David Lee (ed.). *Op. cit.* p. 18.

<sup>74</sup> *Ibidem*.

<sup>75</sup> Segundo dados do site Coinatmradar.com, disponível em <https://coinatmradar.com/city/145/bitcoin-atm-sao-paulo/>. Acesso em 23 de junho de 2018.

<sup>76</sup> Disponível em: <http://forbes.uol.com.br/negocios/2018/01/8-estabelecimentos-brasileiros-que-aceitam-bitcoin/>. Acesso em 23 de junho de 2018.

### 3.2. Criptomoedas: o crivo regulatório brasileiro

Em face das propriedades econômicas essenciais da criptomoeda, vide item 3.1 acima, torna-se imperioso avaliar de qual modo o ordenamento jurídico brasileiro qualifica as criptomoedas e quais são seus efeitos práticos decorrentes desta qualificação jurídica. Essa análise perpassa sob o crivo de identificar, em primeiro momento, a possibilidade da criptomoeda e sua estrutura econômica se encaixarem nas definições normativas de arranjo de pagamento e instrumento de pagamento, e quais seriam os efeitos decorrentes dessa (in)adequação conceitual. Em um segundo momento, pretende-se verificar se a criptomoeda pode, ou não, ser considerada um ativo financeiro, em face do crescente interesse de seus usuários em não exatamente utilizá-la como um meio de pagamento; mas como um investimento.

Os conceitos de arranjo de pagamento, instrumento de pagamento e instituição de pagamento são abarcados pela Lei 12.865/13, a qual, dentre outras providências, dispõe sobre estas especificidades do Sistema de Pagamentos Brasileiro. O arranjo de pagamento é regulado em seu art. 6, inciso I, o qual o define como “conjunto de regras e procedimentos que disciplina a prestação de determinado serviço de pagamento ao público aceito por mais de um recebedor, mediante acesso direto pelos usuários finais, pagadores e recebedores”. Nesse sentido, ao passo que o *blockchain* se evidencia como “conjunto de regras e procedimentos criptográficos (chaves e assinaturas, públicas e privadas) que disciplinam um serviço de pagamento aceito por mais de um recebedor, com acesso direto pelas partes”<sup>77</sup>. Contudo, de acordo com o art. 6º, §4º da Lei 12.865/13, estipula-se a incidência desta norma nos casos de arranjo de pagamento em face dos quais o BACEN não vislumbra a possibilidade de serem capazes de oferecer riscos ao normal funcionamento das transações de pagamento de varejo, quanto ao seu volume, abrangência e natureza de negócios.

Até a presente data, o BACEN já se pronunciou em duas oportunidades sobre o tema, através do Comunicado BACEN nº 25.306/14 (Anexo I), divulgado em 19 de fevereiro de 2014 e do Comunicado BACEN nº 31.379/17 (Anexo II), divulgado em 16 de novembro de 2017. O fundamento jurídico para tais pronunciamentos reside na competência do BACEN de “exercer permanente vigilância nos mercados financeiros e de capitais sobre empresas que, direta ou indiretamente, interfiram nesses mercados e em relação às modalidades ou processos operacionais que utilizam”, nos termos do art. 11, inciso VII, da Lei 4.595/64.

---

<sup>77</sup> BENSAL ROMA, Bruno Marques e DA SILVA, Rodrigo Freitas. *Op. cit.*, p. 4.

No âmbito do Comunicado BACEN nº 25.306/14, em linhas gerais, a autoridade diferenciou a natureza de moedas eletrônicas e moedas virtuais, apontou os riscos inerentes destas, bem como justificou a sua inércia normativa atinente à matéria, e comprometeu-se a acompanhar a evolução da utilização das moedas virtuais “para fins de adoção de eventuais mediadas no âmbito de sua competência, se for o caso”, e os reforça com o Comunicado BACEN nº 31.379/17.

De volta ao escrutínio acerca da possibilidade do blockchain ser considerado um arranjo de pagamento, nos termos do art. 6, inciso I, da Lei 12.865/13, no âmbito do Comunicado BACEN nº 25.306/14, o BACEN especificamente invoca o art. 6º, §4º da Lei 12.865/13 para caracterizar que as criptomoedas e seu mecanismo de traslado na figura do blockchain ainda não se mostra “capaz de oferecer riscos ao Sistema Financeiro Nacional, particularmente às transações de pagamento de varejo”. Dessa forma, a não caracterização do blockchain como um arranjo de pagamento não possui fundamentação jurídica; de todo modo, sujeita à mudança de entendimento do BACEN.

O conceito de instrumento de pagamento, por sua vez, é definido pelo art. 6º, inciso V da Lei 12.865/13 como “dispositivo ou conjunto de procedimentos acordado entre o usuário final e seu prestador de serviço de pagamento utilizado para iniciar uma transação de pagamento”. De todo modo, conforme entendimento da autoridade monetária em seu Comunicado BACEN nº 31.379/17, frisa-se que “o Banco Central do Brasil, particularmente, não regula nem supervisiona operações com moedas digitais”, de sorte de que o alcance da categoria “instrumento de pagamento” nos termos da Lei 12.865/13 não se aplica ao caso em tela.

No âmbito da verificação atinente à possibilidade da criptomoeda poder, ou não, ser considerada um ativo financeiro, em um primeiro momento, importa investigar se a alcunha de “moeda”, tal qual expressa em seu nome, é correta de acordo com suas propriedades tanto no âmbito econômico quanto no âmbito jurídico. De acordo com o exposto no item 2.1 acima, ao delinear a evolução histórica da moeda, identificou-se três características essenciais a moedas: (i) meio de pagamento, retratado no item 2.1 como intermediário de troca, no contexto da transição do escambo na economia; (ii) unidade de valor, característica a qual atribui à moeda a propriedade de mensurar preços e registrar débitos na economia<sup>78</sup>; e, por fim, (iii) reserva de valor, por sua vez, característica a qual atribui à moeda a possibilidade de funcionar como “repositório de poder de compra sobre o tempo”<sup>79</sup>, uma vez que sua reserva se traduz em acumulação de riqueza.

---

<sup>78</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Op. cit.*, p. 14 e SIMONSEN, Mário Henrique e CYSNE, Rubens Penha. *Op. cit.*, p. 2.

<sup>79</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Op. cit.*, p. 14.

Embora aceita em alguns estabelecimentos brasileiros atualmente, vide item 3.1 acima, a criptomoeda, em termos econômicos, está longe de ser amplamente reconhecida como um meio de pagamento em detrimento do real. Em termos jurídicos, a Lei 8.880/94, a qual dispõe sobre o Programa de Estabilização Econômica e o Sistema Monetário Nacional, suscita dois pontos que enfraquecem a força da criptomoeda enquanto meio de pagamento: (i) a exclusividade do real como padrão de valor monetário, nos termos de seu art. 1º<sup>80</sup>; e (ii) o real é a moeda oficial dotada de poder liberatório, nos termos de seu art. 2º, *caput*<sup>81</sup>, o que significa dizer que diante de qualquer obrigação pecuniária, o real possui o condão de liberar o devedor da obrigação pactuada.

Em relação às características de unidade e reserva de valor, assevera-se que, no âmbito econômico, o principal obstáculo à caracterização da criptomoeda a estas funções reside em sua volatilidade. Conforme reportado pelo jornal “Folha de São Paulo”<sup>82</sup>, em dezembro de 2017, o Bitcoin chegou a ser negociado ao valor de US\$ 20 mil, e já no início de fevereiro de 2018, desvalorizou 49%, passando a ser negociado, à época, ao valor de US\$ 7.100. Em termos jurídicos, estas funções “pressupõem atuação estatal, ausente no caso de criptomoedas, ao menos até o momento, o que não significa, contudo, que necessariamente esse meio virtualmente circulante não possa ser objeto de regulação prudencial”<sup>83</sup>.

Ora, mas se o propósito da criação da criptomoeda era, com efeito, a instrumentalização de um meio de pagamento alternativo capaz de operar sem a intermediação de instituições financeiras e autoridades monetárias, a fraqueza da criptomoeda diante das características essenciais à moeda não deveria ensejar motivos para a decadência de sua utilização? Se a criptomoeda não atende satisfatoriamente os fins para atuar como meio de pagamento, e continua sua sendo requisitada, o interesse de seus usuários é diverso.

Assim, o que mudou foi essencialmente o perfil do usuário da criptomoeda: se antes, adquirir criptomoeda pudesse indicar o seu uso e participação na comunidade, como um todo, envolvendo a realização de transações e registro das mesmas ao *blockchain*<sup>84</sup>; hoje, o cenário cedeu à frenesi

---

<sup>80</sup> Lei 8.880/94: “Art. 1º – Fica instituída a Unidade Real de Valor – URV, dotada de curso legal para servir exclusivamente como padrão de valor monetário, de acordo com o disposto nesta Lei”.

<sup>81</sup> Lei 8.880/94: “Art. 2º – A URV [Unidade Real de Valor] será dotada de poder liberatório, a partir de sua emissão pelo Banco Central do Brasil, quando passará a denominar-se Real”.

<sup>82</sup> Matéria publicada na versão impressa no jornal “Folha de São Paulo” em 14 de maio de 2018. Disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/05/apos-altas-e-baixas-criptomoeda-fica-estagnada-e-exige-fim-de-amadorismo.shtml>. Acesso em 23 de junho de 2018.

<sup>83</sup> BENSAL ROMA, Bruno Marques e DA SILVA, Rodrigo Freitas. *Op. cit.*, p. 4.

<sup>84</sup> Nesse sentido, Florian Glaser (et al.) esclarecem, ao descrever a situação na Alemanha, o que também ocorre no Brasil, no sentido de haver uma presença sintomática de corretoras que administram as contas de seus clientes, sem

de lucrar da noite para o dia em trocas especulativas da criptomoeda pelas moedas oficiais, como o real e o dólar norte-americano, por exemplo, consagrando-se a criptomoeda como verdadeiro ativo financeiro especulativo<sup>85</sup>. Nesse sentido, o Comunicado BACEN nº 31.379/17 adverte:

Considerando o crescente interesse dos agentes econômicos (sociedade e instituições) nas denominadas moedas virtuais, o Banco Central do Brasil alerta que estas não são emitidas nem garantidas por qualquer autoridade monetária, por isso não têm garantia de conversão para moedas soberanas, e tampouco são lastreadas em ativo real de qualquer espécie, ficando todo o risco com os detentores. Seu valor decorre exclusivamente da confiança conferida pelos indivíduos ao seu emissor.

2. A compra e a guarda das denominadas moedas virtuais com finalidade especulativa estão sujeitas a riscos imponderáveis, incluindo, nesse caso, a possibilidade de perda de todo o capital investido, além da típica variação de seu preço. O armazenamento das moedas virtuais também apresenta o risco de o detentor desses ativos sofrer perdas patrimoniais.

### Considerações Parciais

Após uma análise pormenorizada atinente à natureza econômica e jurídica da criptomoeda, é possível identificar que para além da desintermediação, a *raison d'être* da criptomoeda está consubstanciada pela demanda por um meio de pagamento, também, desregulamentado.

O conceito de desregulamentação contempla “o processo de eliminação de restrições e travas legais à atividade financeira”<sup>86</sup>. O surgimento desse fenômeno está relacionado historicamente ao primeiro governo de Ronald Reagan nos Estados Unidos, na década de 1980, no qual houve reestruturações significativas no sentido de desregulamentar não só o sistema bancário, mas também os setores de telecomunicações e transporte aéreo<sup>87</sup>.

Nesse sentido, não é surpresa a identificação de resistência por parte dos entes reguladores e intermediários, os quais paulatinamente perdem espaço em suas respectivas competências em razão dos fenômenos da desregulamentação e da desintermediação. Por outro lado, verifica-se uma maior liberdade de tomada de decisão em relação aos investidores.

---

que a criptomoeda seja transmitida pelo *blockchain*: “it follows that if Bitcoin participants seek to use Bitcoin primarily as an asset, they will not leave a footprint within the Blockchain, i.e., the Bitcoin transaction tracking system. This is supported by the common practice of exchanges to keep internal accounts on behalf of their customers. That is, the exchanges are handling accounts of their customers in an internal accounting system, guaranteeing for keeping record of the on-exchange purchased and sold Bitcoins without actually transferring these Bitcoin through the Blockchain. We would expect that those users’ Bitcoins primarily remain within the exchange internal systems”. GLASER, Florian et al. *Bitcoin - Asset or Currency? Revealing Users’ Hidden Intentions*. ECIS 2014 (Tel Aviv). Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2425247>. Acesso em 23 de junho de 2018. p. 6.

<sup>85</sup> GLASER, Florian et al. *Op. cit.*, p. 2.

<sup>86</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Op. cit.*, p. 106.

<sup>87</sup> *Ibidem*.

## **4. FUNDOS DE INVESTIMENTO: COMPOSIÇÃO NORMATIVA**

### **4.1. Fundos de investimento: natureza jurídica**

O instituto do fundo de investimento inaugura uma estrutura econômica de aplicação coletiva mediante a qual possibilita-se a diversificação da carteira de investimentos<sup>88</sup> e administração especializada com o fito de reduzir o risco e permitir aos investidores, na qualidade de cotistas, um retorno superior em relação aos investimentos realizados individualmente<sup>89</sup>.

O exercício de refletir a respeito da natureza jurídica dos fundos de investimento se faz necessário não só para entender quais são suas características essenciais; sua delimitação conceitual permite identificar como o sistema jurídico norteia seu funcionamento. Assim, define-se, dentre outros desdobramentos: “possibilidade ou não de exclusão de cotistas; direitos e deveres dos agentes envolvidos; responsabilidades por eventuais patrimônios líquidos negativos; capacidade processual”<sup>90</sup>.

Conforme exposto no Capítulo 2 acima, a evolução do instituto de aplicação coletiva na forma de fundos no Brasil surgiu como recursos aportados em uma sociedade ou para a formação de uma sociedade em conta de participação e se desenvolveu em uma estrutura exclusiva e própria, de modo a não mais se confundir com sua entidade administradora<sup>91</sup>.

A doutrina brasileira, em especial, Mário Tavernard Martins de Carvalho, ao analisar o instituto do fundo de investimento no plano ontológico, elenca cinco teorias principais para descrevê-lo: (i) a teoria da copropriedade (ou teoria condominial); (ii) a teoria da comunidade não condominial; (iii) a teoria da propriedade em mão comum; (iv) a teoria da propriedade fiduciária; e, por fim, (v) a teoria societária.

#### **4.1.1. Teoria da copropriedade (ou teoria condominial)**

Em relação à teoria da copropriedade ou teoria condominial, sustentada por Fernando Gaggin, Nelson Eizirik e Arnold Wald, dentre outros, equipara-se “a figura dos fundos de

---

<sup>88</sup> Instrução CVM 555: “Art. 2º Para efeitos desta Instrução, entende-se por: (...) IX – carteira (do fundo): conjunto de ativos financeiros e disponibilidades do fundo”.

<sup>89</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. Cit.*, P. 194.

<sup>90</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. Cit.*, P. 182.

<sup>91</sup> *Ibidem*.

investimento à de uma propriedade detida em comunhão por uma pluralidade de titulares”<sup>92</sup>. Nessa perspectiva, a Instrução CVM 555 endossa a natureza condominial do fundo de investimento ao dispor, no bojo de seu artigo 3º, que “o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”. Dessa forma, faz-se necessário identificar os elementos que caracterizam o condomínio, no âmbito do direito civil, e examinar a extensão de sua semelhança ao instituto do fundo de investimento, no âmbito do regime jurídico do mercado de capitais; relação de similaridade esta, no entanto, que suscita sintomática discussão doutrinária.

No âmbito do direito civil, o instituto do condomínio é disciplinado em capítulos distintos do Código Civil, os quais regem os desenhos institucionais do condomínio geral, o qual pode ser voluntário<sup>93</sup> ou necessário<sup>94</sup>, e do condomínio edilício. Em linhas gerais, salienta-se que “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”<sup>95</sup>. Ainda, conforme elucida Caio Mário, “a cada condômino é assegurada uma quota ideal da coisa, e não uma parcela material desta”<sup>96</sup>.

Ao analisar esse conceito do direito civil *vis-à-vis* ao que se disciplinou acerca do instituto do fundo de investimento, é possível traçar diferenças relevantes, as quais indicam a existência de elementos suficientes para descaracterizar tal relação de similitude. Ao passo que no condomínio geral, nos termos do artigo 1.314 do Código Civil, “cada condômino pode usar da coisa conforme sua destinação, sobre ela exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão, reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse e alhear a respectiva parte ideal, ou gravá-la”, a natureza condominial ensejada nos termos da Instrução CVM 555 é caracterizada, a título exemplificativo, (i) por restrições à constituição de ônus sobre as cotas<sup>97</sup>, (ii) pela exercício de todos os direitos decorrentes

---

<sup>92</sup> FREITAS, Ricardo de Santos. *Op. Cit.*, p. 158.

<sup>93</sup> Conforme elucida Caio Mário, o condomínio voluntário “nasce do contrato pelo qual duas ou mais pessoas adquirem ou colocam uma coisa em comum para dela usar ou fruir”, vide PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições do Direito Civil: Direitos Reais. Volume IV.* Rio de Janeiro: Editora Forense, 2009. P. 152.

<sup>94</sup> Conforme elucida Caio Mário, “considera-se necessário, ou legal, o condomínio que se não origina de uma convenção ou de uma sucessão hereditária, porém decorre de imposição da ordem jurídica”, vide PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Op. Cit.*, p. 152.

<sup>95</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Op. Cit.*, p. 151.

<sup>96</sup> *Ibidem.*

<sup>97</sup> Conforme disciplina o art. 13, da Instrução CVM 555: “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.”

do patrimônio e das atividades do fundo na figura do administrador e/ou gestor, conforme aplicável<sup>98</sup>, e (iii) pela responsabilidade dos cotistas por eventual patrimônio líquido negativo do fundo<sup>99</sup>.

É dessa forma que a doutrina afasta a natureza condominial do instituto do fundo de investimento e esclarece: “os investidores, ao adquirirem participação em um fundo de investimento, tornam-se titulares de um valor mobiliário que é a cota, representativa de uma fração ideal do patrimônio do fundo”<sup>100</sup>. A natureza condominial, nesse sentido, pode ser imputada às cotas, as quais se caracterizam por serem bens móveis, incorpóreos e de titularidade dos cotistas, tais quais as ações de companhias e cotas das sociedades limitadas<sup>101</sup>; não ao instituto do fundo de investimento *de per si*, enquanto mecanismo de investimento coletivo.

#### 4.1.2. Teoria da comunidade não condominial

Em relação à teoria da comunidade não condominial, a qual encontra defensores principalmente sob a égide o direito português, trata-se da caracterização da natureza do fundo de investimento em *comunhão* de direitos, em detrimento de sua suposta natureza condominial. Importa, por conseguinte, identificar as características da comunhão e da copropriedade, a qual se pode conceber como sinônimo de condomínio em face do ordenamento jurídico brasileiro<sup>102</sup>.

Salienta-se que, para o direito brasileiro, o vocábulo “comunhão” representa todas as relações jurídicas nas quais há uma pluralidade subjetiva da propriedade em comum<sup>103</sup>. Assim, a alcunha de comunhão se pode atribuir tanto aos bens quanto aos direitos deles decorrentes, isto é, pode-se falar “tanto em comunhão de bens como em comunhão de direitos”<sup>104</sup>. A copropriedade, por sua vez, representa uma espécie do gênero da comunhão, consubstanciada no direito civil brasileiro no

---

<sup>98</sup> Conforme disciplina o art. 92, inciso II da Instrução CVM 555: “Art. 92. O administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: (...) 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;”.

<sup>99</sup> Conforme disciplina o art. 15, da Instrução CVM 555: “Art. 15. 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 e nesta Instrução”.

<sup>100</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 184.

<sup>101</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, pp. 184 e 185.

<sup>102</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 187.

<sup>103</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Op. cit.*, p. 151.

<sup>104</sup> FREITAS, Ricardo de Santos. *Op. cit.*, p. 159.

instituto do condomínio. Nesse sentido, não é possível falar em copropriedade ou condomínio de direitos; a cotitularidade de direitos é expressa na forma da comunhão.

Ao passo que o Código Civil não define condomínio, quiçá copropriedade, o Código Civil Português o faz em seu art. 1403(1): “existe propriedade em comum, ou compropriedade, quando duas ou mais pessoas são simultaneamente titulares do direito de propriedade sobre a mesma coisa”. Isso não significa dizer, contudo, que o Código Civil Português exaure as zonas cinzentas entre comunhão e copropriedade, dado que seu artigo 1404 dispõe que “as regras da compropriedade são aplicáveis, com as necessárias adaptações, à comunhão de quaisquer outros direitos, sem prejuízo do disposto especialmente para cada um deles”.

Assevera-se, por conseguinte, que ao analisar as prescrições normativas atinentes aos direitos reais em ambos os ordenamentos, seja no direito português, por meio da caracterização da comunidade não condominial, seja no direito brasileiro, através da caracterização de um condomínio *sui generis*, as conclusões acerca da natureza jurídica do instituto do fundo de investimento não se diferem substancialmente<sup>105</sup>.

#### 4.1.3. Teoria da propriedade em mão comum

A teoria da propriedade em mão comum, por sua vez, surge no direito germânico, no bojo de sua delimitação conceitual da comunhão pelo carácter *pro indiviso*, em detrimento do carácter *pro diviso*, o qual é imputado ao instituto da comunhão no direito romano. Isso significa dizer que o conceito germânico de comunhão (*communio iuris germanici*) é caracterizado pela primazia da coletividade em face da individualidade, em clara contraposição ao conceito de comunhão endossado pelo direito romano (*communio iuris romani*)<sup>106</sup>.

Assim, a doutrina aproxima o instituto germânico da propriedade em mão comum ao instituto do fundo de investimento por aquele possuir características tais como a indivisibilidade do patrimônio comum e a proteção conferida a este em virtude das dívidas dos proprietários junto a terceiros<sup>107</sup>. Nas palavras de Maria João Vaz Tomé, “trata-se de um patrimônio dotado de uma estrutura colectivista, que incide não já sobre a *res* mas sobre o patrimônio enquanto instrumento

---

<sup>105</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 189.

<sup>106</sup> FREITAS, Ricardo de Santos. *Op. cit.*, apud CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 189.

<sup>107</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 190.

de um escopo comum, que ignora o conceito de quota e em que os proprietários não podem pedir a divisão”<sup>108</sup>.

Ainda que seja possível identificar similaridades entre ambos os institutos, salienta-se que a representação de frações ideais das cotas do fundo de investimento distingue-se da inexistência, na propriedade em mão comum, de segregação entre o seu patrimônio comum. Nesse sentido, Maria João Vaz Tomé esclarece:

Por outro lado, se é certo que a situação dos participantes nos fundos comuns de investimento se aproxima, no aspecto da indivisibilidade do patrimônio, daquela situação em que se encontram os consortes em mão comum, é igualmente certo que se distingue dela. Com efeito, a última é uma comunhão sem quotas, existindo um único direito e um direito uno que não comporta divisão, mesmo que apenas ideal dos bens, e, por conseguinte, não pode dispor nem mesmo de uma quota ideal.<sup>109</sup>

#### 4.1.4. Teoria da propriedade fiduciária

Em relação à teoria da propriedade fiduciária, assevera-se que esta se insere no âmbito da análise da natureza do relacionamento entre os cotistas do fundo de investimento e seu administrador. Sustenta-se, por meio dessa teoria, a inexistência de um direito real exclusivo sobre o patrimônio do fundo, por parte dos cotista, e destaca-se a investidura de todas as prerrogativas inerentes à titularidade do domínio na figura do administrador<sup>110</sup>.

Assim, essa teoria atribui a propriedade fiduciária – “propriedade limitada pelas restrições que sofre em seu conteúdo, em virtude da finalidade para a qual é constituída, tendo duração limitada, enquanto perdurar o escopo ao qual se destina”<sup>111</sup> – do fundo a quem exerce seu papel de administrador. Configura, ainda, o relacionamento entre cotistas e administrador através de um contrato de mandato<sup>112</sup>: “o administrador obriga-se, conseqüentemente, a investir os recursos recebidos, gerindo-os até que o capital seja solicitado pelos cotistas, com seus acréscimos”<sup>113</sup>.

A influência das tradições jurídicas, ainda, é identificada como fator que diverge opiniões acerca da sustentabilidade da teoria da propriedade fiduciária: se por um lado a tradição jurídica da

---

<sup>108</sup> VAZ TOMÉ, Maria João Romão Carreiro. *Fundos de Investimento Mobiliários Abertos*. Coimbra: Almedina, 1997. p. 169 *apud* CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 189.

<sup>109</sup> VAZ TOMÉ, Maria João Romão Carreiro. *Op. Cit.*, p. 171 *apud* CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 191.

<sup>110</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 191.

<sup>111</sup> CHALHUB, Melhim Namem. *Alienação fiduciária: Negócio fiduciário*. 5ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 95.

<sup>112</sup> FREITAS, Ricardo de Santos. *Op. cit.*, p. 190.

<sup>113</sup> FREITAS, Ricardo de Santos. *Op. cit.*, p. 191.

*common law* abarca um conceito de propriedade plural, por outro a tradição jurídica da *civil law* endossa a existência de um titular à totalidade patrimonial<sup>114</sup>.

Nesse sentido, dentre os fatores que ensejam a inaplicabilidade da teoria da propriedade fiduciária ao instituto brasileiro de fundo de investimento, destacam-se (i) o fato do Código Civil delimitar, em linhas gerais, a aplicabilidade da propriedade fiduciária em escopo de garantia, nos termos de seu artigo 1.361<sup>115</sup>, (ii) a delimitação do exercício do administrador do fundo de investimento brasileiro não como “um mero representante dos cotistas, mas um agente que age/presenta o fundo como se este fosse”<sup>116</sup>, e (iii) como será melhor esclarecido ao longo deste capítulo, o fato de que o “fundo é constituído por um ato unilateral do administrador, não sendo sequer plausível pensar-se, neste momento, na relação mandante/mandatário”<sup>117</sup>.

#### 4.1.5. Teoria societária

A teoria societária, por fim, insere-se no âmbito da problematização direta da estrutura dos fundos de investimento sob a forma de condomínio, tal qual disciplinada atualmente pela Instrução CVM 555, e identifica neste instituto todos os requisitos legais de uma sociedade. Nesse sentido, de acordo com o artigo 981<sup>118</sup> do Código Civil, são três os requisitos que delimitam e caracterizam uma sociedade para o direito brasileiro: (i) a contribuição em bens ou serviços, (ii) o desempenho de atividade econômica e (iii) a divisão dos resultados auferidos entre os sócios.

A contribuição em bens está evidenciada nos termos dos artigos 3º e 11<sup>119</sup> da Instrução CVM 555, os quais configuram a comunhão de recursos e a natureza das cotas enquanto frações ideais do patrimônio do fundo de investimento. O projeto comum consubstanciado pelos cotistas no aporte de recursos, com o fito de aumentar a rentabilidade e mitigar os riscos, configura um dos elementos essenciais da sociedade, qual seja, a *affectio societatis*<sup>120</sup>. Especificamente no caso em

---

<sup>114</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, pp. 191 e 192.

<sup>115</sup> Código Civil: “Artigo 1.361. Considera-se fiduciária a propriedade resolúvel de coisa móvel infungível que o devedor, com escopo de garantia, transfere ao credor”.

<sup>116</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 192.

<sup>117</sup> *Ibidem*.

<sup>118</sup> Código Civil: “Art. 981. Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados. Parágrafo único. A atividade pode restringir-se à realização de um ou mais negócios determinados”.

<sup>119</sup> Instrução CVM 555: “Art. 3º O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros” e “Art. 11. As cotas do fundo correspondem a frações ideais de seu patrimônio, são escriturais, nominativas, e conferem iguais direitos e obrigações aos cotistas”.

<sup>120</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 193.

tela, a natureza do fundo de investimento enseja a espécie de *affectio societatis* presente nas sociedades anônimas, nas quais destaca-se o *intuitu pecuniae* em detrimento do *intuitu personae*<sup>121</sup>.

Quanto ao desempenho de atividade econômica, por sua vez, importa destacar o conceito de exploração indireta do objeto social, o qual foi previsto no bojo do art. 2º, parágrafo 3º da Lei das S.A. Com efeito, o referido parágrafo 3º “admitiu expressamente a existência das *holdings*, isto é, companhias cujo objeto social consista na participação em outras sociedades”<sup>122</sup>. Assim, ao equiparar a figura da *holding* ao instituto do fundo de investimento, conclui-se que este irrefutavelmente desempenha atividade econômica<sup>123</sup>.

Em relação à divisão dos resultados auferidos entre os sócios, por fim, trata-se de elemento central ao conceito de fundo de investimento enquanto estrutura de comunhão de recursos com o fito de coletivamente investir em ativos financeiros. A partilha dos resultados é consubstanciada no valor das próprias cotas, nos casos dos fundos abertos, ou no encerramento do fundo ou distribuição intermediária, no caso dos fundos fechados, hipóteses estas que ficarão mais claras ao longo do capítulo

Salienta-se que a caracterização societária do fundo de investimento não é prejudicada em face da ausência de personalidade jurídica deste instituto. Isso porque a personalidade jurídica não consiste em elemento necessário para caracterizar uma sociedade. Nesse sentido, destaca-se a existências das sociedades despersonalizadas, as quais “não possuem um ato constitutivo escrito ou, se o possuem, não o levaram a registro, ou ainda seu registro não produz qualquer efeito”<sup>124</sup>, nos termos do art. 993 do Código Civil. Assim, a doutrina reconhece como sociedade despersonalizada as sociedades em comum e as sociedades em conta de participação.

---

<sup>121</sup> Nesse sentido, explica José Tavares Borba: “As sociedades de pessoas têm no relacionamento entre os sócios a sua razão de existir. A vinculação entre os sócios funda-se no *intuitu personae*, ou seja, na confiança que cada um dos sócios deposita nos demais. (...) Nas sociedades de capitais inexistente esse personalismo. A cada um dos sócios é indiferente a pessoa dos demais. O que ganha relevância nessa categoria de sociedades é a aglutinação de capitais para um determinado empreendimento”, em BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 14ª ed. São Paulo: Atlas, 2015. pp. 77 e 78.

<sup>122</sup> EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol I. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. P. 49.

<sup>123</sup> Nesse sentido, explica Mário Carvalho: “Muito se indaga se os fundos, especialmente aqueles que adquirem e gerem ativos específicos, desempenhariam atividade econômica. Nesse diapasão, a título de comparação, poder-se-ia citar a sociedade holding pura, que possui por objeto exclusivamente participar de outras sociedades. Neste caso, discute-se tratar de sociedade empresária ou de sociedade simples, mas não se essa atividade é econômica ou não”, em CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 194.

<sup>124</sup> TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: Teoria geral e direito societário*. Vol. 1. 8ª ed. São Paulo: Atlas, 2017. P. 369.

## 4.2. Fundos de investimento: composição estrutural

A identificação da composição estrutural do fundo de investimento envolve um caminho extenso. Para se conhecer a estrutura deste instituto que envolve feixes de relações jurídicas complexas, faz-se necessário: (i) uma análise pormenorizada atinente à regulação aplicável ao mercado de capitais e ao instituto *de per si*; (ii) a apreciação acerca dos procedimentos envolvidos para se constituir um fundo de investimento; e (iii) a identificação dos principais agentes indispensáveis ao funcionamento do fundo de investimento.

### 4.2.1. Regulação

A importância da regulação nos mercados financeiro e de capitais é enfatizada pela identificação da natureza das relações que são consubstanciadas em seu âmbito. Conforme ilustram Jairo Saddi e Armando Castelar, “ao contrário da maioria das atividades comerciais, em que duas partes cumprem obrigações (quase) simultaneamente, no mercado financeiro o descompasso temporal está na essência da transação: toma-se recursos hoje para serem pagos de volta no futuro”<sup>125</sup>.

Do liberalismo ao neoliberalismo, consolidou-se o entendimento de que “o mercado é impossível sem uma legislação que o proteja e uma vigorosa racional intervenção, destinada a assegurar sua existência e preservação”<sup>126</sup>. A regulação é, pois, “a intervenção do Estado no domínio econômico por direção”<sup>127</sup>.

O papel dos reguladores, por conseguinte, torna-se indispensável para se conceber uma estrutura de investimento na qual haja credibilidade entre seus participantes. Exemplos práticos de providências que conferem confiança entre os agentes do mercado de capitais consiste em “maior divulgação de informações fidedignas, maior transparência, agente fiscalizador atuante, combate à impunidade, instituições sólidas, participações de investidores institucionais”<sup>128</sup>. Nesse sentido, a

---

<sup>125</sup> PINHEIRO, Armando Castelar e SAADI, Jairo. *Direito, Economia e Mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 449.

<sup>126</sup> GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*. 7ª ed. São Paulo: Malheiros, 2008. p. 129.

<sup>127</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. cit.*, p. 67.

<sup>128</sup> O conceito de investidores institucionais consiste em “nomenclatura dada aos fundos de pensão, fundos de investimento e outros correlatos que usualmente requerem um fluxo de informações constante e abrangente com a companhia, isso porque tais fundos necessitam permanentemente de dados para basear suas análises e estratégias de

doutrina<sup>129</sup> identifica três espectros distintos da regulação quanto aos seus respectivos objetivos:

(i) regulação de condutas, (ii) regulação prudencial e (iii) regulação sistêmica.

*A regulação de condutas* refere-se à autorização ou à vedação de determinadas práticas, ou, se for o caso, delimita operações e estruturas de mercado. Neste caso, tanto as normas expressas – punitivas ou premiais – como as prerrogativas de fiscalização e sanção objetivam amoldar as condutas dos agentes envolvidos. A regulação prudencial é realizada mediante, principalmente, autorizações, fiscalizações e controles em geral, possuindo um caráter preventivo ao definir critérios, por exemplo, para participação em determinado mercado. A *regulação prudencial* caracteriza-se pela adoção de padrões gerais e pela valorização de procedimentos de adequação, de gestão de riscos e de controles internos. A *regulação sistêmica*, por sua vez, consiste na criação de mecanismos de proteção estrutural do mercado, a fim de impedir ocorrência de externalidades negativas decorrentes da interação entre os agentes. Dessa forma, busca-se evitar que problemas incidentes em um agente do mercado possam contaminar ou afetar os demais<sup>130</sup>.

Assevera-se, pois, que o princípio estruturante que rege a regulação do mercado de capitais está no interesse público, ao qual não se deve mensurar os custos de sua introdução em detrimento de suas benesses para o bom funcionamento de um mercado de capitais que circunda a poupança popular<sup>131</sup>. Assim, com o fito de tutela o interesse público, a regulação deve contemplar a “proteção dos investidores, a promoção da eficiência do mercado, a criação e a manutenção de instituições

---

médio e longo prazos. Esse segmento tem por obrigação satisfazer as demandas criadas por seus modelos de alocação de recursos, o que significa maior volume de informações qualificadas divulgadas pela companhia. Acionistas com esse perfil detêm geralmente um patrimônio elevado, sendo, portanto, potenciais compradores de volumes mais expressivos de ações, compartilhando algumas vezes do controle do capital da empresa, o que confere maior relevância ao respectivo investimento realizado em termos econômicos e de influência na gestão dos negócios”, conforme COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Direito do Mercado de Valores Mobiliários. 1ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. p. 234. Ademais, a CVM, ao desempenhar sua função de proteger os investidores, qualifica-os em duas categorias: (i) investidores profissionais e (ii) investidores qualificados, nos termos da Instrução CVM 539: “Art. 9º-A São considerados investidores profissionais: I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A; V – fundos de investimento; VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; VIII – investidores não residentes. Art. 9º-B São considerados investidores qualificados: I – investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B; III – as 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 valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados”.

<sup>129</sup> YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. P. 223. *apud* CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, pp. 70 e 71.

<sup>130</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 71.

<sup>131</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. cit.*, p. 69.

confiáveis e competitiva, bem como evitar a concentração do poder econômico e impedir situações de conflito de interesses”<sup>132</sup>.

O desenho institucional regulatório do mercado de capitais, tal qual delineado pela Lei 6.385/76, contempla sua regulação essencialmente na figura da CVM e do CMN, sendo aquela a principal entidade reguladora do mercado de capitais<sup>133</sup>. Em relação à natureza jurídica da CVM, trata-se de uma autarquia federal de regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, a qual contempla não só autonomia financeira e patrimônio e personalidade jurídica próprios; o desenho institucional da CVM consagra também autoridade administrativa independente, com fulcro nos termos do art. 5º da Lei 6.385/76. Ademais, à CVM é conferido poder de polícia, bem como “poder/dever de atuar e regular adequadamente o mercado de valores mobiliários”<sup>134</sup>. Isso significa dizer que diante da verificação de irregularidades, à CVM é conferida o poder de impor sanções através de processo administrativo sancionador, com penalidades que “poderão variar desde advertência e/ou multa até cassação de registro para exercício de atividades no mercado de valores mobiliários”, nos termos do art. 11 da Lei 6.385/76. A competência regulatória da CVM é introduzida, em parte, nos termos do art. 2º, §3º do referido diploma legal:

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei; IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões.

Nesse cenário, a função normativa da CVM encontrou historicamente resistência por parte de alguns legisladores, os quais enxergaram o escopo de alçada da CVM como uma verdadeira afronta à competência do Poder Legislativo<sup>135</sup>. De tal modo, a introdução da Lei 6.835/76 representou uma clara transição de descentralização da atividade normativa atinente ao mercado de capitais, com o fito de promover a defesa da economia popular, sob a égide do reconhecimento da necessidade de uma agência governamental especializada que exerças as funções de política de

---

<sup>132</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. cit.*, p. 70.

<sup>133</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 72.

<sup>134</sup> *Ibidem*.

<sup>135</sup> CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 88.

mercado<sup>136</sup>. Isso posto, a positivação da competência da CVM nos termos do art. 2º, § 3º da Lei 6.385/76, “prescreve orientações gerais para a implementação de diretrizes, cujo conteúdo é determinante para a atuação da autarquia em relação ao valores mobiliários e seus emissores”<sup>137</sup>. Se por um lado o art. 2º, §3º da Lei 6.385/76 introduz sua competência, seu art. 8º avança no sentido de conferir meios suficientes para que a autarquia tenha poderes para manter a eficiência e a confiabilidade do mercado de valores mobiliários:

Art. 8º. Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações; II - administrar os registros instituídos por esta Lei; III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório. §1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados. §2º Serão de acesso público todos os documentos e autos de processos administrativos, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal. §3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá: I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados; II - convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas.

Em linhas gerais, atribui-se à autarquia o poder regulamentar de fiscalizar o mercado de valores mobiliários, suas práticas bem como seus agentes e suas respectivas atuações. Nesse diapasão, a CVM nasce com o poder para disciplinar matérias não só previstas na referida lei, mas também aquelas previstas na Lei das S.A. Salienta-se, ainda, a importância consubstanciada no âmbito do inciso III do referido artigo, ao prescrever a competência pela fiscalização da “veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados”, a qual se traduz na positivação do conceito de norte-americano de *full disclosure*, concebido por Louis D. Brandeis, em uma série de artigos publicados na revista *Harper's Weekly* na década de 1930, sob o contexto histórico da crise de 1929<sup>138</sup>.

---

<sup>136</sup> *Ibidem*.

<sup>137</sup> CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Op. cit.*, p. 89.

<sup>138</sup> CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Op. cit.*, p. 170.

Introduzido por meio da Lei 4.595/64, no lugar do antigo Conselho de Superintendência da Moeda e do Crédito, o CMN assume competência normativa que perpassa o sistema financeiro nacional como um todo, transitando da tutela pela formulação da política da moeda e do crédito à proteção de investidores e amplo acesso a informações<sup>139</sup>. No âmbito do art. 3º da Lei 6.385/76, o legislador prevê as seguintes prescrições programáticas ao CMN:

Art. 3º Compete ao Conselho Monetário Nacional: I - definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários; II - regular a utilização do crédito nesse mercado; III - fixar, a orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições; IV - definir as atividades da Comissão de Valores Mobiliários que devem ser exercidas em coordenação com o Banco Central do Brasil. V - aprovar o quadro e o regulamento de pessoal da Comissão de Valores Mobiliários, bem como fixar a retribuição do presidente, diretores, ocupantes de funções de confiança e demais servidores. VI - estabelecer, para fins da política monetária e cambial, condições específicas para negociação de contratos derivativos, independentemente da natureza do investidor, podendo, inclusive: a) determinar depósitos sobre os valores nominais dos contratos; e b) fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações dos contratos derivativos. § 1º Ressalvado o disposto nesta Lei, a fiscalização do mercado financeiro e de capitais continuará a ser exercida, nos termos da legislação em vigor, pelo Banco Central do Brasil. § 2º As condições específicas de que trata o inciso VI do caput deste artigo não poderão ser exigidas para as operações em aberto na data de publicação do ato que as estabelecer.

Em linhas gerais, no âmbito de sua competência diante do mercado de valores mobiliários, nos termos da Lei 6.385/76, salienta-se (i) a formulação da política de organização e funcionamento do mercado de valores mobiliários, incluindo a regulação da utilização do crédito no mesmo mercado; (ii) a organização e o exercício das funções da CVM; bem como (iii) as condições específicas atinentes à negociação dos derivativos<sup>140</sup>.

O art. 4º do referido diploma legal<sup>141</sup> contempla as finalidades as quais devem ser buscadas tanto pelo CMN quanto pela CVM, no exercício de suas respectivas competências, conforme

---

<sup>139</sup> CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Op. cit.*, p. 107.

<sup>140</sup> CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Op. cit.*, p. 106.

<sup>141</sup> Lei 6.385/76: Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional”.

elencadas acima. Nesse sentido, o legislador atribui os principais objetivos os quais, em seu entendimento, devem ser desempenhados no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Adicionalmente à regulação do mercado de capitais, conforme previsto em lei, importa identificar a presença da autorregulação promovida pelas entidades do próprio mercado. O principal fundamento que enseja a autorregulação reside no fato dos participantes do mercado, ao estarem mais próximos das necessidades do segmento, “possuem maior condição de fiscalizar a atuação dos agentes, assim como possuem suficiente especialização técnica”<sup>142</sup> para tal.

Nesse sentido, a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão desempenha o principal exemplo de autorregulação, no sentido de não promover uma “relação de coordenação que se desenvolve no plano horizontal, mas sim de uma imposição para os agentes que queiram negociar seus títulos neste mercado organizado”<sup>143</sup>. A ANBIMA, por sua vez, exerce sua autorregulação voluntária diante de vários setores dos mercados financeiro e de capitais através de códigos próprios os quais estabelecem “parâmetros e princípios de funcionamento que incentivam o constante aprimoramento dos padrões operacionais, bem como supervisionam o cumprimento dessas normas”<sup>144</sup>.

Especificamente em relação à regulação dos fundos de investimento, cujas cotas são consideradas valores mobiliários, nos termos do art. 2º, inciso V da Lei 6.385/76, salienta-se a importância do convênio realizado em 5 de julho de 2002, entre o BACEN e a CVM, por meio do qual concentrou-se a competência de regulação dos fundos de investimento na figura da CVM<sup>145</sup>. Isso porque, até esta data, conforme explicado no item 2.2 acima, a depender dos ativos que compunham a carteira dos fundos, determinava-se a competência de sua regulação e fiscalização entre as duas entidades.

Atualmente regido pela Instrução CVM 555, o fundo de investimento é delimitado essencialmente em três elementos: comunhão de recursos, constituição sob a forma condominial e (ii) destinação concentrada na aplicação em ativos financeiros<sup>146</sup>. Contudo, para contemplar os

---

<sup>142</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 76.

<sup>143</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 77.

<sup>144</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. cit.*, p. 85.

<sup>145</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, pp. 75 e 76.

<sup>146</sup> Instrução CVM 555: “Art. 3º. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”

atributos abarcados pelo conceito enunciado no início do capítulo, de modo a identificar sob qual estrutura se oferece uma administração profissional ou se opera a partilha de resultados, fazer-se necessário identificar os procedimentos que ensejam a constituição do fundo de investimento, bem como os principais agentes indispensáveis a seu funcionamento.

#### 4.2.2. Constituição

A constituição do fundo de investimento consiste em ato unilateral do administrador, a quem incumbe a elaboração e aprovação de seu regulamento<sup>147</sup> no ato da constituição, nos termos do art. 6º da Instrução CVM 555. O regulamento, ao disciplinar o funcionamento do fundo, contempla, dentre outras matérias: (i) a delimitação dos poderes do administrador; (ii) a descrição da política de investimentos, a qual define a aplicação dos recursos do fundo de modo a compatibilizar o perfil de seus cotistas com a extensão dos riscos inerentes aos ativos financeiros investidos; (iii) política de divulgação de informações; (iii) prazo de duração do fundo; (iv) formas de distribuição de resultados; e (v) termos e condições para aplicação e resgate de cotas<sup>148</sup>.

Com efeito, o fundo somente entrará em funcionamento mediante o registro prévio junto à CVM realizado pelo administrador, nos termos dos artigos da seção II da Instrução CVM 555. Dentre as especificidades exigidas no âmbito deste ato normativo, importa destacar a necessidade do registro do regulamento no cartório de registro de títulos e documentos, bem como a inscrição do fundo no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas<sup>149</sup>, ainda que o instituto do fundo de investimento não seja considerado uma pessoa jurídica, conforme esclarecido no âmbito da teoria societária no item 4.1.5 acima.

Para além do regulamento, importa ilustrar o *prospecto* e a *lâmina*, com informações essenciais do fundo, também referida na prática como *material publicitário*. Em relação ao prospecto, o qual deve ser elaborado nos termos do art. trata-se de “documento que consolida os objetivos da criação do fundo, devendo conter todas as informações relevantes para o investidor com relação à política de investimento e os riscos”<sup>150</sup>, observada sua disponibilidade ao público

---

<sup>147</sup> Instrução CVM 555: “Art. 2º. Para os fins desta instrução, entende-se por: (...) XLII – regulamento: é o documento de constituição do fundo de investimento que contém, no mínimo, as disposições obrigatórias previstas nesta Instrução”.

<sup>148</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 85.

<sup>149</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 85.

<sup>150</sup> EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. P. 93.

durante o período de distribuição. A exigência acerca da elaboração de lâmina, por sua vez, entrou em vigor com a Instrução CVM 522, a qual, na hipótese de fundos abertos que não possuísem objeto de destinação investidores qualificados, passou a exigir “a elaboração de lâmina com informações essenciais sobre o fundo, como público-alvo, política e condições de investimento, objetivos, simulação de despesas, história/simulação de rentabilidade”<sup>151</sup>, lâmina esta que deve ser atualizada mensalmente.

### **4.2.3. Principais Agentes**

A indústria de fundos de investimento contempla a participação de uma série de agentes. A caracterização de cada espécie, por conseguinte, somente é alcançada ao se identificar os respectivos agentes, para além de suas respectivas finalidades. Em relação aos principais agentes indispensáveis ao funcionamento do fundo de investimento, os quais configuram um núcleo comum a todas as espécies de fundos de investimento, destacam-se cinco figuras: (i) administrador; (ii) gestor; (iii) cotista; (iv) custodiante e (v) distribuidor.

#### **4.2.3.1. Administrador**

A figura do administrador se insere no contexto do nascimento, por assim dizer, do fundo de investimento, conforme antecipado no início do item 4.2.2. acima. Ao responsável pela constituição do fundo incumbe um conjunto de “serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados em nome do fundo”<sup>152</sup>, conforme disciplina o art. 78 da Instrução CVM 555. Para exercer tal papel, o referido ato normativo prescreve a necessidade de ser pessoa jurídica autorizada pela CVM “para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, nos termos do art. 23” da Lei 6.385/76, conforme seu art. 78, parágrafo 1º. De todo modo, no que exatamente consiste a atividade de administração de carteiras?

A administração de carteira corresponde, em termos gerais, às atividades que, de um lado, se colocam intermediariamente entre o investidor no mercado de capitais e os emissores de valores mobiliários ou outros investidores, e de outro lado, desenvolvem-se fundamentalmente em torno da decisão e efetivação da negociação de valores mobiliários.

---

<sup>151</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, pp. 85 e 86.

<sup>152</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. cit.*, p. 111.

Os administradores de carteira, portanto, e funcionalmente, não são nem os investidores, nem os emissores; não prestam serviços ao próprio mercado de capitais (não distribuem valores mobiliários, não fazem liquidação de negócios ou custódia de ativos, por exemplo), mas sim aos investidores, no ato ou nos atos preliminares e sequenciais do investimento. São agentes que, de formas diversas, influenciam na decisão de investimento e auxiliam o investidor nas providências necessárias ao investimento e dele decorrentes. Os administradores de carteira importam para os investidores, pois, com escala, especialização e estrutura, são capazes de fornecer informações que melhoram a tomada de decisão de investimento e serviços que facilitam a sua gestão. Os administradores de carteira importam para o próprio mercado de capitais, pois o profissionalizam, organizam e expandem o seu alcance a uma base maior de investidores<sup>153</sup>.

Ao aplicar o conceito de administração de carteira ao instituto do fundo de investimento, a figura do administrador vis-à-vis aos cotistas evidencia uma relação de fidúcia, mediante a qual aquele presta serviços indiretamente a estes (e diretamente ao fundo)<sup>154</sup>. Realça-se a possibilidade do administrador, com o fito de desempenhar essas atividades, recorrer à formação de “conselhos consultivos e/ou comitês técnicos ou de investimentos, cujos membros deverão ser remunerados pelo próprio administrador”<sup>155</sup>.

Nesse sentido, ainda no bojo do art. 78, em seu parágrafo 2º, a Instrução CVM 555 determina taxativamente quais são os outros serviços que podem ser contratados pelo administrador, em nome do fundo, quais sejam: gestão de carteira; consultoria de investimentos; atividades de tesouraria; distribuição de cotas; escrituração da emissão e resgate de cotas; custódia de ativos financeiros; classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito; e formador de mercado. Ao se utilizar deste tipo de contratação, permite-se a “especialização dos terceiros contratados e da divisão de funções, o que pode evitar sobreposição de interesses do administrador em detrimento dos cotistas”<sup>156</sup>.

Imputa-se ao administrador do fundo de investimento obrigações relacionadas a aspectos tais como “elaboração e prestação de informações, tanto à CVM e à Anbima quanto aos cotistas e ao mercado como um todo (*disclosure*); contratação de prestadores de serviços, em nome do fundo, e fiscalização dos prestadores de serviço contratados”<sup>157</sup>.

---

<sup>153</sup> CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Op. cit.*, p. 519.

<sup>154</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 105.

<sup>155</sup> *Ibidem*.

<sup>156</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 107.

<sup>157</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. cit.*, p. 115.

Atinente à remuneração<sup>158</sup> a qual o administrador faz jus em razão da prestação de serviços ao fundo, em favor dos cotistas, há quatro espécies de verbas remuneratórias, as quais devem ser previstas no âmbito do regulamento: (i) taxa de administração; (ii) taxa de *performance*, também conhecida como *success fee*; (iii) taxa de ingresso; e (iv) taxa de saída. Salienta-se que ao passo que as taxas de administração e performance representam encargos do fundo, as taxas de ingresso e saída representam obrigações individuais dos cotistas<sup>159</sup>.

A começar pela taxa administração, trata-se de uma contraprestação que contempla não só as atividades gerais desempenhadas pelo administrador diretamente, bem como as despesas ensejadas em razão da contratação de terceiros. A taxa de administração é fixa e deve ser caracterizada em percentual anual do patrimônio líquido do fundo<sup>160</sup>. Em relação à taxa de performance, “esta será devida se o fundo obtiver um desempenho superior a determinada meta, nos termos da previsão constante no regulamento”<sup>161</sup>. Isso significa dizer que o de acordo com a rentabilidade do fundo, seu administrador fará jus a um prêmio, com a alcinha de taxa de performance, o qual incentiva o administrador a convergir aos interesses dos cotistas. Com efeito, estas são provisionadas por dia útil, efetivamente na forma de despesa do fundo<sup>162</sup>. As taxas de ingresso e saída, por fim, são pouco utilizadas no Brasil: “enquanto aquela objetiva remunerar o administrador pelas atividades de propaganda e de promoção do fundo, assim como pelas despesas atinentes à admissão de um novo cotistas, esta objetivaria ressarcir-lo por gastos oriundos do resgate de cotas”<sup>163</sup>.

#### 4.2.3.2. Gestor

Conforme antecipado no âmbito do item 4.2.3.1 acima, esta função apresenta alta relevância ao passo que “individualmente, tem a capacidade de decisivamente (ou mesmo substituir) a tomada de decisão de negociação de valores mobiliários pelos investidores e, sistematicamente, tem a capacidade de comprometer ou fazer avançar a confiança dos investidores no mercado”<sup>164</sup>, e, no

---

<sup>158</sup> Vide artigos 85 e seguintes da Instrução CVM 555.

<sup>159</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 111.

<sup>160</sup> *Ibidem*.

<sup>161</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 112.

<sup>162</sup> CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 113.

<sup>163</sup> *Ibidem*.

<sup>164</sup> CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Op. cit.*, p. 520.

caso em tela, na indústria do fundo de investimento. Com efeito, ao possuir poderes para negociar, em nome fundo, os ativos financeiros de sua carteira, a atividade do gestor reflete diretamente a rentabilidade do fundo, ao passo que lhe é conferida a tomada de decisão acerca de investimentos e desinvestimentos. Não obstante tais prerrogativas, para fins de *accountability*, incumbe-lhe, também, a prestação de informações relativas aos negócios realizado pelo fundo ao administrador<sup>165</sup>.

A atividade de gestor de carteira, prevista no art. 78, parágrafo 3º da Instrução CVM 555, é caracterizada pela seleção e negociação dos ativos integrantes da carteira do fundo<sup>166</sup>. O requisito imposto pela CVM para desempenhar atividade de gestor de carteira é aquele previsto para administração de carteira de valores mobiliários, tal qual descrito pelo art. 23 da Lei 6.385/75, de modo que permitir a possibilidade tanto de gestores pessoas naturais quanto gestores pessoas jurídicas, desde que devidamente credenciado junto à autarquia.

Quanto aos requisitos para o registro de pessoa natural, por exemplo, nos termos do art. 3º da Instrução CVM 558, figuram os seguintes: domicílio no Brasil, reputação ilibada e ausência de impedimento para administrar e dispor de seus bens devido decisão judicial ou administrativa, curso superior completo, aprovação em exame de certificação e preenchimento de formulário para pessoas naturais, nos termos da Instrução CVM 558. Salienta-se que com a entrada em vigor, em 2016, do referido ato normativo, os critérios para o credenciamento na qualidade de gestor de fundos de investimento junto à CVM tornaram-se mais rígidos ao substituir-se, por exemplo, a comprovação da experiência profissional, visto que sua verificação perpassava critérios pouco objetivos, pela comprovação mediante exame de certificação<sup>167</sup>.

#### 4.2.3.3. Cotista

Definido pela Instrução CVM 555, em seu art. 2º, inciso XIV, como “aquele que detém cotas de um fundo de investimento, mediante sua inscrição no livro de cotistas do fundo”, o cotista é proprietário do patrimônio do fundo, de modo a responder, inclusive, pelo patrimônio líquido negativo. As cotas, nesse sentido, “correspondem a frações ideais de seu patrimônio, são

---

<sup>165</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. cit.*, pp. 121 e 122.

<sup>166</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. cit.*, p. 119.

<sup>167</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. cit.*, p. 120.

escriturais, nominativas, e conferem iguais direitos e obrigações aos cotistas”<sup>168</sup>. Ricardo Freitas<sup>169</sup>, contudo, adverte para possíveis desdobramentos incorretos:

Preferimos, no entanto, expressar que as cotas do fundo de investimento são valores mobiliários representativos da significação econômica da fração ideal do patrimônio comum. Isso porque o cotista não tem efetivo direito a uma parte ideal de cada bem que compõe o patrimônio do fundo, mas tão só a quantidade de moeda corrente nacional equivalente àquela parte ideal.

Nesse diapasão, a relação entre a cota e o cotista é esclarecida na medida em que se identifica suas respectivas delimitações. Da premissa segundo a qual se define que o cotista é titular da cota, por exemplo, não decorre que aquele possua uso ou gozo direto dos bens que compõem a carteira do fundo, tampouco poder direto de administração<sup>170</sup>. Essa separação é consubstanciada de modo ainda mais evidente ao se identificar que “o patrimônio do fundo não responde por dívidas do cotista, podendo os credores deste proceder à penhora das cotas, objetivando sua expropriação”<sup>171</sup>.

#### 4.2.3.4. Custodiante

A figura do custodiante é prevista no art. 24 da Lei 6.385/76, o qual define, em seu parágrafo único, a custódia de valores mobiliários como “o depósito para guarda, recebimento de dividendos e bonificações, resgate, amortização ou reembolso, e exercício de direitos de subscrição, sem que o depositário, tenha poderes (...) para alienar os valores mobiliários depositados ou reuplicar as importâncias recebidas”. Com efeito, conforme disciplina o art. 41, parágrafo 2<sup>o</sup><sup>172</sup>, caput da Lei das S.A. combinado com o art. 24<sup>173</sup> da Lei 12.810/13, a instituição depositária “adquire a titularidade fiduciária dos valores mobiliários objeto de sua guarda”<sup>174</sup>.

No contexto dos fundos de investimento, a figura do custodiante ganha relevância na medida em que o custodiante não só se responsabiliza pela liquidação financeira de operações realizadas

---

<sup>168</sup> Art. 11, *caput* da Instrução CVM 555.

<sup>169</sup> FREITAS, Ricardo de Santos. *Op. cit.*, p. 97, *apud* CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Op. cit.*, p. 87.

<sup>170</sup> FREITAS, Ricardo de Santos. *Op. cit.*, p. 98.

<sup>171</sup> *Ibidem*.

<sup>172</sup> Lei das S.A.: “Art. 41. A instituição autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar serviços de custódia de ações fungíveis pode contratar custódia em que as ações de cada espécie e classe da companhia sejam recebidas em depósito como valores fungíveis, adquirindo a instituição depositária a propriedade fiduciária das ações (...) §2º Aplica-se o disposto neste artigo, no que couber, aos demais valores mobiliários”.

<sup>173</sup> Lei 12.810/13: “Art. 24. Para fins do depósito centralizado, os ativos financeiros e valores mobiliários, em forma física ou eletrônica, serão transferidos no regime de titularidade fiduciária para o depósito central”.

<sup>174</sup> CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Op. cit.*, p. 545.

com ativos sob sua custódia, como também imputa a este certa responsabilidade de fiscalização, conforme elucida Ricardo Freitas<sup>175</sup>:

Há evidente preocupação que os ativos do fundo estejam sob a guarda de uma instituição autorizada a prestar serviços de custódia. O custodiante deverá se responsabilizar também pela liquidação financeira das operações realizadas com os ativos que estão sob sua custódia. A Comissão de Valores Mobiliários, como acabamos de ver, chega mesmo a imputar ao custodiante uma função de fiscalização parcial dos serviços do administrador, ao impor-lhe a obrigação de não acatar ordens deste que não estejam diretamente vinculadas às operações de administração da carteira do fundo.

#### 4.2.3.5. Distribuidor

O papel do distribuidor, por sua vez, está inserido no contexto da colocação das cotas do fundo junto ao público. Com efeito, quando se distribui a cota de um fundo, promove-se a ligação entre os investidores e o fundo<sup>176</sup>. Nos termos da Instrução CVM 555, em seu art. 17, salienta-se que “a distribuição de cotas de fundos abertos ou fechados deve ser realizada por instituições habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição”. De modo a seguir uma lógica sistemática, o diploma legal que disciplina o sistema de distribuição no Brasil é a Lei 6.385/76.

Em seu artigo 15, a Lei 6.385/76 delimita a extensão do sistema de distribuição no Brasil ao elencar uma estrutura “que engloba tanto os intermediários – sociedades corretoras, distribuidoras, etc. – quanto os mercados – bolsa e balcão – em que ocorre a intermediação”<sup>177178</sup>.

### Considerações Parciais

Ao passo que o instituto do fundo de investimento contempla a participação de uma série de agentes, conforme sintetizado pela Figura 1 abaixo, salienta-se que a atuação de alguns atores concebidos como aqueles que compõem o núcleo duro das estruturas econômica e jurídica dos

---

<sup>175</sup> FREITAS, Ricardo de Santos. *Op. cit.*, p. 100.

<sup>176</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. cit.*, p. 136.

<sup>177</sup> CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Op. cit.*, p. 345.

<sup>178</sup> Lei 6.385/76: “Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão; IV - as bolsas de valores. V - entidades de mercado de balcão organizado. VI - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários. VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários”.

fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 555, não necessariamente desempenhariam suas funções da mesma forma na hipótese de investimentos em criptomoedas. No caso do custodiante, por exemplo, sua fiscalização pelo custodiante de uma liquidação financeira estaria adstrita à verificação dos registros consubstanciados pelo *blockchain*. Nesse sentido, importa destacar que a eventual inserção deste tipo de ativo no portfólio de um fundo ensejaria em adaptações *build to suit* no que tange ao papel dos principais atores que promovem o funcionamento do fundo de investimento.

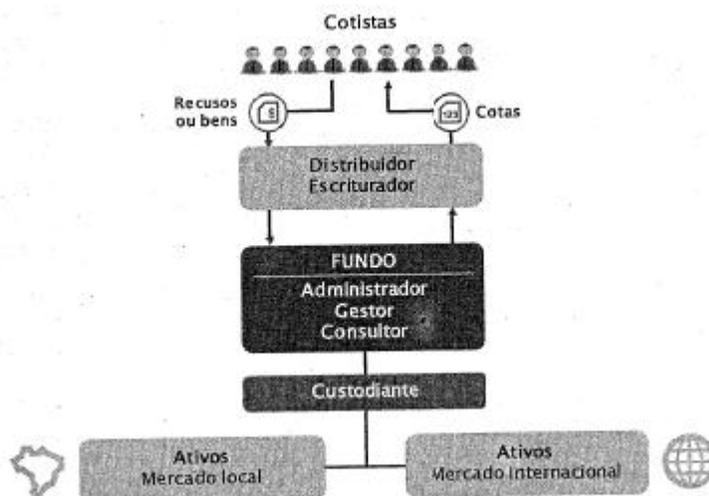


Figura 1: Esquema da estrutura atual dos fundos de investimento na forma da Instrução CVM 555<sup>179</sup>

<sup>179</sup> PAVIA, Eduardo Cherez. *Op. cit.*, p. 89.

## 5. CRIPTOFUNDOS EM CHEQUE

### 5.1. O posicionamento da CVM

Em 12 de janeiro de 2018, a Superintendência de Investidores Institucionais da CVM divulgou o Ofício-Circular nº 1/2018/CVM/SIN (Anexo III), por meio do qual se posicionou de modo desfavorável acerca da possibilidade jurídica do investimento direto em criptomoedas pelos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 555. Revelou-se, em primeiro momento, a dificuldade de precisar a exata natureza jurídica dos investimentos em criptomoedas.

Nesse sentido, pautada nesta indefinição, a área técnica da autarquia sustentou a subinclusividade da definição de ativos financeiro em face das criptomoedas, nos termos do art. 2º, inciso V, da Instrução CVM 555. O desdobramento normativo decorrente desta subinclusividade consiste na impossibilidade dos fundos regulados pela referida instrução, em aplicar seu patrimônio diretamente em criptomoedas, uma vez que a Instrução CVM 555, nos termos de seu art. 95, disciplina que “o fundo deve manter seu patrimônio aplicado em ativos financeiros nos termos estabelecidos em seu regulamento, observados os limites de que trata esta Instrução”.

No tocante à possibilidade de investimentos indiretos em criptomoedas, a autarquia não impôs vedação; recomendou-se, no entanto, que “administradores e gestores de fundos de investimento aguardem manifestação posterior e mais conclusiva desta superintendência sobre o tema para que estruturem o investimento indireto em criptomoedas”. Uma das hipóteses consubstancias como investimento indireto no âmbito do referido ofício-circular consiste na constituição de fundos de investimento no Brasil “com o propósito específico de investir em outros veículos, constituídos em jurisdições onde eles sejam admitidos e regulamentados, e que por sua vez tenham por estratégia o investimento em criptomoedas”.

O fundamento jurídico para tal investimento indireto estaria delineado (i) pela previsão de que cotas de fundos de investimentos são dotadas pela caracterização de serem ativos financeiros, nos termos do art. 2º, inciso V, alínea “c” da Instrução CVM 555, bem como (ii) pelo fato dos ativos financeiros no exterior serem definidos, nos termos do art. 2º, inciso VI da referida instrução, como “ativos financeiros negociados no exterior que tenham a mesma natureza econômica dos ativos financeiros no Brasil”. Ainda no âmbito desta definição, faz-se necessário observar que o texto não exige que os ativos financeiros negociados no exterior tenham a mesma natureza jurídica dos ativos financeiros no Brasil; tão somente econômica. Isso significa dizer que ainda que se sustente

eventuais questionamentos acerca da natureza jurídica das cotas dos fundos de investimento estruturados com o fito de investir em criptomoedas vis-à-vis a natureza jurídica das cotas dos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 555, salienta-se que esta definição não suscitaria eventuais impasses.

No âmbito de sua argumentação desencorajadora em face do investimento indireto em criptomoedas, a área técnica da CVM menciona a tramitação do PL 2.303/15, o qual tem como objeto a disposição sobre a inclusão das moedas virtuais e programas de milhagem na definição de arranjo de pagamento sob a supervisão do BACEN. Dentre suas modificações, ressaltam-se a inclusão de arranjos de pagamento baseados em moedas virtuais no âmbito de competência do BACEN, através da alteração do art. 9º da Lei 12.865/13<sup>180</sup>, e a inclusão dessa espécie de transação financeiro sob a vigilância do Conselho de Atividades Financeiras, através da alteração do art. 11 da Lei 9.613/98<sup>181</sup>, a qual dispõe, adicionalmente, sobre os crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores e prevenção da utilização do sistema financeiro para atividades ilícitas.

Nesta data, o referido projeto de lei aguarda instalação de comissão temporária, e possui como última ação legislativa a comissão especial destinada a proferir o parecer o deputado federal carioca Áureo Ribeiro do Solidariedade, autor do Projeto de Lei 2.303/15, atinente à audiência pública acerca dos “efeitos das tecnologias, *blockchain* e criptomoedas, como tendências de pagamentos”<sup>182</sup>.

Em consonância com o posicionamento do BACEN nos termos do Comunicado BACEN nº 25.306/14 e Comunicado BACEN nº 31.379/17, a área técnica da CVM reforça: “há ainda muitos outros riscos [em relação aos investimentos em criptomoedas] associados à sua própria natureza (como riscos de ordem de segurança cibernética e particulares de custódia), ou mesmo ligados à legalidade futura de sua aquisição ou negociação”.

---

<sup>180</sup> PL 2.303/15: “Art. 1º. Modifique-se o inciso I do art. 9º da Lei 12.865, de 09 de outubro de 2013: ‘Art. 9º [...] I – disciplinar os arranjos de pagamento; incluindo aqueles baseados em moedas virtuais e programas de milhagens aéreas”.

<sup>181</sup> PL 2.303/15: Art. 2º Acrescente-se o seguinte § 4º ao art.11 da Lei 9.613, de 03 de março de 1998: ‘Art. 11 [...] § 4º As operações mencionadas no inciso I incluem aquelas que envolvem moedas virtuais e programas de milhagens aéreas”.

<sup>182</sup> Informação obtida no site da Câmara dos Deputados. Disponível em <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=1555470>. Acesso em 23 de junho de 2018.

## 5.2. O (des)amparo regulatório

Salienta-se, por conseguinte, que o Ofício-Circular nº 1/2018/CVM/SIN não consubstancia um posicionamento regulatório adequado ao caso brasileiro dos criptofundos ao passo que (i) promove uma vedação consubstanciada em uma ficção em relação ao conceito econômico de ativo financeiro e a natureza das criptomoedas e (ii) é desprovido de efeitos concretos em face do investimento em criptomoedas pelos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 555. Assim, o suposto amparo regulatório a princípio contemplado pelo referido ofício em verdade materializa um desamparo jurídico.

O primeiro ponto crítico em relação ao posicionamento da CVM no Ofício-Circular nº 1/2018/CVM/SIN consiste na não categorização jurídica das criptomoedas na qualidade de ativos financeiros, de modo a se utilizar de uma evidente ficção jurídica. Nesse sentido, importa destacar que as criptomoedas exaurem todos os requisitos econômicos que ensejam a caracterização de um ativo financeiro: trata-se de um instrumento que de fato canaliza a poupança até o investimento e possui características como liquidez, risco e rentabilidade<sup>183</sup>.

O segundo ponto crítico, por sua vez, é contemplado pela ineficácia concreta da vedação a este tipo de investimento. Isso porque, na medida em que a CVM veda o investimento direto em criptomoedas, a autarquia tão somente não recomenda seu investimento indireto, possibilitando a constituição de fundos de investimento no Brasil com o propósito específico de investir em outros veículos, constituídos em jurisdições onde eles sejam admitidos e regulamentados, e que por sua vez tenham por estratégia o investimento em criptomoedas. Assim, a CVM não cumpre o objetivo de proteger os investidores em face dos riscos inerentes a este tipo de investimento, conforme suscitado no Ofício-Circular nº 1/2018/CVM/SIN.

Em termos de riscos relacionados ao investimento em criptomoedas, salienta-se que o a permissão de investimentos indiretos não cumpre o papel de proteção ao mercado, que justifica a

---

<sup>183</sup> Nesse sentido, Juliano Pinheiro define estes conceitos nos seguintes termos: “Liquidez é a facilidade, entendida tanto em termos de rapidez como de certeza na recuperação do valor nominal investido, como que o investidor possa obter os recursos investidos no ativo. Capacidade de conversibilidade em outros ativos ou bens. Risco é entendido como variabilidade ou instabilidade na rentabilidade esperada ou na possibilidade de que o emissor descumpra com o pactuado, isto é, o pagamento do principal e dos juros. O risco dependerá, portanto, de um conjunto de variáveis relacionadas com o emissor, o mercado e outros fatores diversos. Rentabilidade é a capacidade de o ativo produzir juros ou outros rendimentos para o adquirente com o pagamento de sua cessão de fundos e sua assunção de riscos ao longo de um período de tempo determinado. Capacidade de ganho que esses ativos podem auferir aos seus possuidores”, vide .PINHEIRO, Juliano Lima. *Op. cit.*, p. 96.

vedação ao investimento direto através da não categorização jurídica das criptomoedas na qualidade de ativos financeiros. Quando se fala em riscos relacionados ao investimento em criptomoedas, o caso que suscita grande repercussão permanece sendo o incidente que envolveu uma corretora de bitcoins japonesa, a Mt. Gox. Em 2011, um ataque virtual “esvaziou as carteiras virtuais dos seus clientes, cujo valor custodiado à época era equivalente a US\$400.000.000,00, levando ao encerramento de suas atividades”<sup>184</sup>.

É nesse sentido que se sustenta que o posicionamento da CVM, no âmbito do Ofício-Circular nº 1/2018/CVM/SIN, é equivocado uma vez que o risco que justifica a vedação do investimento direto em criptomoedas também está presente em seu investimento indireto.

---

<sup>184</sup> BENSAL ROMA, Bruno Marques e DA SILVA, Rodrigo Freitas. *Op. cit.*, p. 7.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo do trabalho, foi possível identificar que evolução histórica da moeda representou uma confluência em relação a um propósito fundamental à origem do mercado de capitais: a desintermediação. Assim, do escampo à criptomoeda, esta se apresenta como movimento antagônico à regulação monetária oficial, ao consagrar uma unidade de conta distinta das moedas emitidas por governos soberanos.

Alinhado ao fenômeno da desintermediação, foi possível caracterizar que a razão de ser da criptomoeda está consubstanciada pela demanda por um meio de pagamento, também, desregulamentado. Isso significa dizer que a criptomoeda consagra um processo de eliminação de restrições e travas legais à atividade financeira, sem precedentes, de modo a suscitar mundialmente a atenção dos reguladores de mercado.

O acoplamento da natureza das criptomoedas em face da estrutura do instituto de fundo de investimentos, por sua vez, propicia desdobramentos em relação à participação dos principais agentes que compõem o núcleo duro das estruturas econômica e jurídica dos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 555. Destaca-se aqui a figura do custodiante, o qual teria sua competência de fiscalização de liquidação financeira, por exemplo, adstrita à verificação dos registros consubstanciados pelo *blockchain*. Nesse sentido, a eventual permissão por parte da CVM da existência de criptofundos – a qual não ocorreu – exigiria um esforço regulador maior no sentido de verificar todos os desdobramentos que a natureza do investimento em criptomoedas ensejaria no modelo previsto nos termos da Instrução CVM 555.

Em relação ao posicionamento da CVM, a possibilidade jurídica do investimento direto em criptomoedas pelos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 555 não é contemplada atualmente pelo direito brasileiro – sendo certo que persiste a possibilidade, ainda que contra recomendação da CVM no âmbito do Ofício-Circular nº 1/2018/CVM/SIN. Nesse sentido, sustenta-se que o posicionamento da CVM, no âmbito do Ofício-Circular nº 1/2018/CVM/SIN, é equivocado uma vez que o risco que justifica a vedação do investimento direto em criptomoedas também está presente em seu investimento indireto.

Diante das considerações finais, o próximo passo de investigação consiste na proposição de um modelo de regulação de criptofundos, pautado na reflexão acerca de sua natureza: é possível

enquadrar a natureza de investimentos em criptomoedas na estrutura delineada pela Instrução CVM 555 ou suas peculiaridades ensejam a regulação de um instituto singular de fundo de investimento?

## 7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARGENZIANO, Riccardo. *L'Investment trust*. Milano: Giuffrè, 1952.
- ASHTON, Peter Walter. *Companhias de investimento*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963.
- BARRETO FILHO, Oscar. *Regime jurídico das sociedades de investimento*. São Paulo: Max Limonad, 1956.
- BENSAL ROMA, Bruno Marques; DA SILVA, Rodrigo Freitas. *O desafio legislativo do Bitcoin*. Revista de Direito Empresarial, vol. 20/2016, pp. 109-128, Nov/2016. DTR\2016\24309.
- BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 14ª ed. São Paulo: Atlas, 2015
- BURGE, Mark Edwin. *Apple Pay, Bitcoin and Consumers: The ABCs of Future Public Payments Law*. 67 Hastings Law Journal 1493(2016); Texas A&M University School of Law Legal Studies Research Paper No. 16-11. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2702101>. Acesso em 23 de junho de 2018.
- CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012
- CHALHUB, Melhim Namem. *Alienação fiduciária: Negócio fiduciário*. 5ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.
- CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*. 1ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017.
- DINIZ MARTINS SOUTO, Saint-Clair. *Fundos de investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características*. 2016. 136 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de Brasília, Brasília, 2016.

EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais: regime jurídico*. 3<sup>a</sup> ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. P. 93.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. Vol I. 2<sup>a</sup> ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

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

FRANCO, Júlia. A Polêmica dos Criptofundos: proibir o investimento de fundos em criptomoedas pode não ser o melhor caminho. *Revista Capital Aberto*, São Paulo, 25 de fevereiro de 2018. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/gestao-de-recursos/a-polemica-dos-criptofundos/#.Ww7WMC-ZPOQ>. Acesso em 23 de junho 2018.

GLASER, Florian et al. *Bitcoin - Asset or Currency? Revealing Users' Hidden Intentions*. ECIS 2014 (Tel Aviv). Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2425247>. Acesso em 23 de junho de 2018.

GRADILONE, Cláudio. Especial Fundos de Investimento. *Revista Capital Aberto*, São Paulo, 26 de maio de 2007. Disponível em <https://capitalaberto.com.br/pageflip/Especial%20Fundos%20de%20Investimento/Especial%20Fundos%20de%20Investimento/assets/basic-html/page13.html>. Acesso em 23 de junho de 2018.

GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*. 7<sup>a</sup> ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

JUDMAYER, Aljosha et al. *Blocks and Chains: Introduction to Bitcoin, Cryptocurrencies, and Their Consensus Mechanisms*. Texas: Morgan & Claypool Publishers, 2017.

KUO CHUEN, David Lee (ed.). *Handbook of Digital Currency: Bitcoin, Innovation, Financial Instruments, and Big Data*. 1<sup>st</sup> ed. San Diego: Elsevier, 2015.

MOKHTARIAN, Edmund; LINDGREN, Alexander. *Rise of the Crypto Hedge Fund: Operational Issues and Best Practices for Emergent Investment Industry* (October 19, 2017). *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, Forthcoming. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3055979>. Acesso em 23 de junho de 2018.

MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.

PAGISTE, Bernard. *Investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1958.

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

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições do Direito Civil: Direitos Reais*. Volume IV. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2009.

PINHEIRO, Armando Castelar e SAADI, Jairo. *Direito, Economia e Mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de Capitais*. 8ª ed. São Paulo: Editora Atlas, 2016.

PLASSARAS, Nicholas A. *Regulation Digital Currencies: Bringing Down Bitcoin Within the Reach of the IMF*. Chicago Journal of International Law, 14 Chi Intl L (2013) Forthcoming. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=2248419>>.

SIMONSEN, Mário Henrique; CYSNE, Rubens Penha. *Macroeconomia*. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2009.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: Teoria geral e direito societário*. Vol. 1. 8ª ed. São Paulo: Atlas, 2017.

VAZ TOMÉ, Maria João Romão Carreiro. *Fundos de Investimento Mobiliários Abertos*. Coimbra: Almedina, 1997.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

## ANEXO I

Comunicado BACEN nº 25.306/14

### **COMUNICADO Nº 25.306, DE 19 DE FEVEREIRO DE 2014**

Esclarece sobre os riscos decorrentes da aquisição das chamadas "moedas virtuais" ou "moedas criptografadas" e da realização de transações com elas.

O Banco Central do Brasil esclarece, inicialmente, que as chamadas moedas virtuais não se confundem com a "moeda eletrônica" de que tratam a Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, e sua regulamentação infralegal. Moedas eletrônicas, conforme disciplinadas por esses atos normativos, são recursos armazenados em dispositivo ou sistema eletrônico que permitem ao usuário final efetuar transação de pagamento denominada em moeda nacional. Por sua vez, as chamadas moedas virtuais possuem forma própria de denominação, ou seja, são denominadas em unidade de conta distinta das moedas emitidas por governos soberanos, e não se caracterizam dispositivo ou sistema eletrônico para armazenamento em reais.

2. A utilização das chamadas moedas virtuais e a incidência, sobre elas, de normas aplicáveis aos sistemas financeiro e de pagamentos têm sido temas de debate internacional e de manifestações de autoridades monetárias e de outras autoridades públicas, com poucas conclusões até o momento.

3. As chamadas moedas virtuais não são emitidas nem garantidas por uma autoridade monetária. Algumas são emitidas e intermediadas por entidades não financeiras e outras não têm sequer uma entidade responsável por sua emissão. Em ambos os casos, as entidades e pessoas que emitem ou fazem a intermediação desses ativos virtuais não são reguladas nem supervisionadas por autoridades monetárias de qualquer país.

4. Essas chamadas moedas virtuais não têm garantia de conversão para a moeda oficial, tampouco são garantidos por ativo real de qualquer espécie. O valor de conversão de um ativo conhecido como moeda virtual para moedas emitidas por autoridades monetárias depende da credibilidade e da confiança que os agentes de mercado possuam na aceitação da chamada moeda virtual como meio de troca e das expectativas de sua valorização. Não há, portanto, nenhum mecanismo governamental que garanta o valor em moeda oficial dos instrumentos conhecidos como moedas virtuais, ficando todo o risco de sua aceitação nas mãos dos usuários.

5. Em função do baixo volume de transações, de sua baixa aceitação como meio de troca e da falta de percepção clara sobre sua fidedignidade, a variação dos preços das chamadas moedas virtuais pode ser muito grande e rápida, podendo até mesmo levar à perda total de seu valor.

6. Na mesma linha, a eventual aplicação, por autoridades monetárias de quaisquer países, de medidas prudenciais, coercitivas ou punitivas sobre o uso desses ativos, pode afetar significativamente o preço de tais moedas ou mesmo a capacidade de sua negociação.

7. Além disso, esses instrumentos virtuais podem ser utilizados em atividades ilícitas, o que pode dar ensejo a investigações conduzidas pelas autoridades públicas. Dessa forma, o usuário desses ativos virtuais, ainda que realize transações de boa-fé, pode se ver envolvido nas referidas investigações.

8. Por fim, o armazenamento das chamadas moedas virtuais nas denominadas carteiras eletrônicas apresenta o risco de que o detentor desses ativos sofra perdas patrimoniais decorrentes de ataques de criminosos que atuam no espaço da rede mundial de computadores.

9. No Brasil, embora o uso das chamadas moedas virtuais ainda não se tenha mostrado capaz de oferecer riscos ao Sistema Financeiro Nacional, particularmente às transações de pagamentos de varejo (art. 6º, § 4º, da Lei nº 12.685/2013), o Banco Central do Brasil está acompanhando a evolução da utilização de tais instrumentos e as discussões nos foros internacionais sobre a matéria – em especial sobre sua natureza, propriedade e funcionamento –, para fins de adoção de eventuais medidas no âmbito de sua competência legal, se for o caso.

Aldo Luiz Mendes  
Diretor de Política Monetária

Luiz Edson Feltrim  
Diretor de Regulação, substituto

## ANEXO II

### Comunicado BACEN nº 31.379/17

COMUNICADO Nº 31.379, DE 16 DE NOVEMBRO DE 2017

Alerta sobre os riscos decorrentes de operações de guarda e negociação das denominadas moedas virtuais.

Considerando o crescente interesse dos agentes econômicos (sociedade e instituições) nas denominadas moedas virtuais, o Banco Central do Brasil alerta que estas não são emitidas nem garantidas por qualquer autoridade monetária, por isso não têm garantia de conversão para moedas soberanas, e tampouco são lastreadas em ativo real de qualquer espécie, ficando todo o risco com os detentores. Seu valor decorre exclusivamente da confiança conferida pelos indivíduos ao seu emissor.

2. A compra e a guarda das denominadas moedas virtuais com finalidade especulativa estão sujeitas a riscos imponderáveis, incluindo, nesse caso, a possibilidade de perda de todo o capital investido, além da típica variação de seu preço. O armazenamento das moedas virtuais também apresenta o risco de o detentor desses ativos sofrer perdas patrimoniais.

3. Destaca-se que as moedas virtuais, se utilizadas em atividades ilícitas, podem expor seus detentores a investigações conduzidas pelas autoridades públicas visando a apurar as responsabilidades penais e administrativas.

4. As empresas que negociam ou guardam as chamadas moedas virtuais em nome dos usuários, pessoas naturais ou jurídicas, não são reguladas, autorizadas ou supervisionadas pelo Banco Central do Brasil. Não há, no arcabouço legal e regulatório relacionado com o Sistema Financeiro Nacional, dispositivo específico sobre moedas virtuais. O Banco Central do Brasil, particularmente, não regula nem supervisiona operações com moedas virtuais.

5. A denominada moeda virtual não se confunde com a definição de moeda eletrônica de que trata a Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, e sua regulamentação por meio de atos normativos editados pelo Banco Central do Brasil, conforme diretrizes do Conselho Monetário Nacional. Nos termos da definição constante nesse arcabouço regulatório consideram-se moeda eletrônica "os recursos em reais armazenados em dispositivo ou sistema eletrônico que permitem ao usuário final efetuar transação de pagamento". Moeda eletrônica, portanto, é um modo de expressão de créditos denominados em reais. Por sua vez, as chamadas moedas virtuais não são referenciadas em reais ou em outras moedas estabelecidas por governos soberanos.

6. É importante ressaltar que as operações com moedas virtuais e com outros instrumentos conexos que impliquem transferências internacionais referenciadas em moedas estrangeiras não afastam a obrigatoriedade de se observar as normas cambiais, em especial a realização de transações exclusivamente por meio de instituições autorizadas pelo Banco Central do Brasil a operar no mercado de câmbio.

7. Embora as moedas virtuais tenham sido tema de debate internacional e de manifestações de autoridades monetárias e de outras autoridades públicas, não foi identificada, até a presente data, pelos organismos internacionais, a necessidade de regulamentação desses ativos. No Brasil, por enquanto, não se observam riscos relevantes para o Sistema Financeiro Nacional. Contudo, o Banco Central do Brasil permanece atento

à evolução do uso das moedas virtuais, bem como acompanha as discussões nos foros internacionais sobre a matéria para fins de adoção de eventuais medidas, se for o caso, observadas as atribuições dos órgãos e das entidades competentes.

8. Por fim, o Banco Central do Brasil afirma seu compromisso de apoiar as inovações financeiras, inclusive as baseadas em novas tecnologias que tornem o sistema financeiro mais seguro e eficiente.

Otávio Ribeiro Damaso  
Diretor de Regulação

Reinaldo Le Grazie  
Diretor de Política Monetária

## ANEXO III

### Ofício-Circular nº 1/2018/CVM/SIN



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Ofício Circular nº 1/2018/CVM/SIN

Rio de Janeiro, 12 de janeiro de 2018

Aos Diretores Responsáveis pela Administração e Gestão de Fundos de Investimento

Assunto: Investimento, pelos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555/14, em criptomoedas

Prezados Senhores,

Fazemos referência aos comunicados realizados pela CVM em 11/10/2017 e 16/11/2017, relacionados às operações de Initial Coin Offerings (“ICO”), e a consultas, efetuadas por diversos participantes de mercado, acerca de possibilidade de investimento, pelos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555/14, nas atualmente denominadas “criptomoedas”.

Como sabido, tanto no Brasil quanto em outras jurisdições ainda tem se discutido a natureza jurídica e econômica dessas modalidades de investimento, sem que se tenha, em especial no mercado e regulação domésticos, se chegado a uma conclusão sobre tal conceituação.

Assim e baseado em dita indefinição, a interpretação desta área técnica é a de que as criptomoedas não podem ser qualificadas como ativos financeiros, para os efeitos do disposto no artigo 2º, V, da Instrução CVM nº 555/14, e por essa razão, sua aquisição direta pelos fundos de investimento ali regulados não é permitida.

Outras consultas também têm chegado à CVM com a indagação quanto à possibilidade de que sejam constituídos fundos de investimento no Brasil com o propósito específico de investir em outros veículos, constituídos em jurisdições onde eles sejam admitidos e regulamentados, e que por sua vez tenham por estratégia o investimento em criptomoedas. Ou, ainda, em derivativos admitidos à negociação em ambientes regulamentados de outras jurisdições.

Entretanto, não custa repisar, mais uma vez, que as discussões existentes sobre o investimento em criptomoedas, seja diretamente pelos fundos ou de outras formas, ainda se encontram em patamar bastante incipiente, e convivem, inclusive, com Projeto de Lei em curso, de nº 2.303/2015, que pode vir a impedir, restringir ou mesmo criminalizar a negociação de tais modalidades de investimento.

Assim, no entendimento da área técnica é inegável que, em relação a tal investimento, há ainda muitos outros riscos associados a sua própria natureza (como riscos de ordem de segurança cibernética e particulares de custódia), ou mesmo ligados à legalidade futura de sua aquisição ou negociação.

Dessa forma, esta Superintendência informa que todas essas variáveis vêm sendo levadas em consideração na avaliação da possibilidade de constituição e estruturação do investimento indireto em criptomoedas, sem que se tenha chegado, ainda, a uma conclusão a respeito dessa possibilidade.

Por fim, diante dessas circunstâncias, julgamos conveniente que os administradores e gestores de fundos de investimento aguardem manifestação posterior e mais conclusiva desta superintendência



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil  
Tel.: (21) 3554-8686 - [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

sobre o tema para que estruturem o investimento indireto em criptomoedas conforme descrito, ou mesmo em outras formas alternativas que busquem essa natureza de exposição a risco.

Atenciosamente,

*Assinado digitalmente por*

**DANIEL WALTER MAEDA BERNARDO**

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais