



Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Centro de Ciências Sociais

Faculdade de Direito

Rodrigo Leitão Requena

**Fundos de investimento:
qualificação, disciplina legal e potencialidades funcionais**

Rio de Janeiro

2018

Rodrigo Leitão Requena

Fundos de investimento: qualificação, disciplina legal e potencialidades funcionais

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre, no Programa de Pós-graduação da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, área de concentração “Pensamento Jurídico e Relações Sociais”, linha de pesquisa de Direito Civil.

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Milena Donato Oliva

Rio de Janeiro

2018

CATALOGAÇÃO NA FONTE
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/C

R427

Requena, Rodrigo Leitão.

Fundos de investimento: qualificação, disciplina legal e potencialidades funcionais/ Rodrigo Leitão Requena . - 2018.
269 f.

Orientador: Prof^a. Dra. Milena Donato Oliva.
Dissertação (Mestrado). Universidade do Estado do Rio de Janeiro,
Faculdade de Direito.

1.Fundo de investimentos - Teses. 2.Patrimônio – Teses. 3.Negócio jurídico – Teses. I.Oliva, Milena Donato. II. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de Direito. III. Título.

CDU 336.76

Bibliotecária: Marcela Rodrigues de Souza CRB7/5906

Autorizo, apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta tese, desde que citada a fonte.

Assinatura

Data

Rodrigo Leitão Requena

Fundos de investimento: qualificação, disciplina legal e potencialidades funcionais

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre, no Programa de Pós-graduação da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: “Pensamento Jurídico e Relações Sociais”, linha de pesquisa de Direito Civil.

Aprovada em 1º de março de 2018.

Banca Examinadora:

Prof.^a Dr.^a Milena Donato Oliva (Orientadora)
Faculdade de Direito – UERJ

Prof.^a Dr.^a Gisela Sampaio da Cruz Guedes (Avaliadora Interna)
Faculdade de Direito – UERJ

Prof.^a Dr.^a Paula Andrea Forgioni (Avaliadora Externa)
Universidade de São Paulo

Rio de Janeiro

2018

DEDICATÓRIA

Para minha avó Sônia e meu avô Edson, pelos incentivos à profissão e estudos, e por uma vida de amor.

Para meus pais e meu irmão, por vinte e seis anos de convivência e carinho, que me fizeram ser quem hoje sou, e pelo amor que sempre nos unirá.

Para minha avó Elenice e meu avô Roberto, pela força, sabedoria, memória, amor, e pelos muitos anos que ainda virão.

AGRADECIMENTOS

Preliminarmente, cabe o mais necessário e urgente agradecimento: este trabalho não seria possível sem a (imensa) paciência, compreensão e sabedoria de sua orientadora, Professora Milena Donato Oliva. A ela, minha profunda gratidão, e toda a admiração de um modelo a ser seguido acadêmica, profissional, e pessoalmente, com o qual tenho o privilégio único de aprender todos os dias. Reitero minhas desculpas pela constante impontualidade no cumprimento dos prazos deste trabalho, decorrente, também, de um ano particularmente complicado e de nossa atribulada profissão.

Igualmente, sigo imensamente grato aos ilustríssimos Professoras e Professores que aceitaram integrar a Banca Avaliadora deste trabalho, nos quais deposito toda minha admiração.

Desde já também agradeço a todos que puderem ler e contribuir de alguma forma ao presente trabalho, que segue em formulação. Não passa de uma modesta tentativa de contribuir ao debate envolvendo uma figura jurídica cada vez mais popular em nosso país, resultado do vagaroso desenvolvimento brasileiro no mundo capitalista, esperançosamente mais acessível e democrático. Esse trabalho é, também, dedicado àqueles que acreditam que – mesmo em tempos tão antagônicos –, pela via republicana e pelos frutos do trabalho, promovendo um ambiente ético e humano, um mercado livre e justo, ainda é possível acreditar no Brasil.

Exprimo minha sincera gratidão a todos os professores do PPGD-UERJ, com quem pude muito aprender nessa jornada de dois árduos anos, em especial nas pessoas dos Professores Gustavo Tepedino e Carlos Nelson Konder, com os quais tive a oportunidade de cursar mais de uma matéria: de cada uma delas, saí um aluno bem diferente do que entrei. Em adição ao Professor Konder, manifesto minha profunda gratidão à Professora Ana Frazão, que com ele integrou Banca de Qualificação do presente trabalho, e cujos apontamentos foram de extrema valia a seu desenvolvimento, fornecendo-lhe um verdadeiro rumo.

Da mesma forma, agradeço também aos inúmeros amigos que me acompanharam no programa, e com os quais tive experiência igualmente enriquecedora. Mesmo diante da triste situação que acomete nossa UERJ, ela segue forte, respaldada pelo inspirador potencial da nossa próxima geração de juristas. Fadado a esquecer nomes, assumo o risco de agradecer nominalmente aos amigos da minha turma, na linha de Direito Civil, que mais me

acompanharam: Francisco, Diana, Felipe, Rodrigo, João, Mariana, Lívia(s), Raul, Victor, Thiago(s), Ilan, Roberta, Elisa, Deborah, Eduardo, José e Micaela. Também tive o privilégio de cursar disciplinas com amigos dos períodos anterior e posterior, e da linha de Direito Comercial, numa troca muitíssimo proveitosa. Cumprimento a todos, na pessoa dos amigos Rachel Lima, Amanda Guimarães e Rodrigo Freitas. Apesar de tudo, a UERJ respira.

Sigo eternamente grato aos amigos, professores, e colegas da PUC-Rio, minha *alma mater*, e uma escola igualmente imponente. Instituição que me acolheu, e na qual fui bolsista durante os cinco anos e meio em que lá estive, que me permitiu passar um importante período na Faculdade de Direito de Coimbra, e sem a qual nunca teria concluído esta fase. Aos amigos que me acompanharam no CAEL, do qual tive a honra de presidir por um breve ano, minha sincera gratidão. Aos que conosco disputaram, agradeço também: foi uma importante e proveitosa luta.

Também agradeço imensamente àqueles que me disponibilizaram parte das obras que recorri para concluir esse trabalho. Nesse sentido, cumpre agradecer a Universidade de São Paulo, em cuja fascinante biblioteca reuni rico material, à profícua biblioteca do Professor Gustavo Tepedino e do Gustavo Tepedino Advogados, um dos maiores acervos de Direito Civil no Brasil, de que tenho conhecimento, à amiga Gabrielle Pelegrini, que me forneceu a via física de algumas das obras mais citadas, e ao amigo João Lima, que disponibilizou raras e relevantes obras, muito citadas ao longo desta dissertação. Agradeço também ao amigo de todas as horas, João Paulo Georgief, que importunei em alguns momentos com discussões sobre esse trabalho.

Inevitável também agradecer, por toda a amizade, renovada e constante paciência e compreensão (especialmente neste período de escrita), e apoio dos integrantes do Gustavo Tepedino Advogados. São muitos para agradecer, mas o faço nas pessoas daqueles que (além da minha orientadora) tiveram por ofício me aturar nos momentos difíceis: Vivi, André, Carlos, Sofia, Marina, Antonio, Julia, Camila, Henrique, Bernardo, Laís, Rodrigo, Marco, Renan e Natália.

Ainda, registro minha sincera gratidão pela ajuda (e, também, constante paciência) que recebi das queridas Paula Kaplan de Freitas e Rafaella Reis Tribuno, que me auxiliaram com parte dos esforços de pesquisa e organização desta dissertação, e, como se não bastasse, com todas as inúmeras tarefas que encaramos a cada dia.

Aos outros amigos e à minha família, sigo grato pela compreensão de que minha ausência, mesmo em aniversários e datas especiais, teve seus motivos. Agradeço o

companheirismo de sempre dos familiares, e dos amigos de PUC, do Radar, da Viper, Pontífices, e os que me acompanham desde os anos de Colégio Santo Agostinho. São para incluir em curto espaço, espero que me desculpem pelo desleixo que a intimidade permite.

À Vithoria, serei para sempre grato por seguir firme ao meu lado, mesmo nas horas mais difíceis. Este trabalho é também dedicado a você, e o devo, em boa medida, ao nosso amor. Agora só espero que consiga ler inteiro e me dar *feedback*!

Ao meu pai, meu muito obrigado. Não fossem as caronas nas primeiras horas da manhã, até o Maracanã e por mais de um ano, seria impossível concluir as disciplinas. Foi uma ajuda que veio mesmo em nossos momentos mais difíceis, que nunca esquecerei.

À minha mãe, meu irmão, meu avô Roberto, e minha avó Elenice, também agradeço, por todo o carinho e amor. Peço desculpas a todos pela contínua ausência, e em horas tão complicadas para todos nós. Se pude colher alguma lição nesses dois anos, é de que nossa família sempre será mais importante que qualquer trabalho, e admito que ultimamente deixei a desejar. Agradeço o amor incondicional, pronto para compensar o tempo que deixei passar.

Aos meus queridos avós Edson e Sônia, também agradeço por tudo. Infelizmente, com vocês não vou poder reaver o tempo que passou, ao menos não por enquanto. Mas sigo certo de que vocês nos acompanham, e espero honrar ao menos parte dos incentivos, expectativas e afeto que sempre dedicaram a mim.

RESUMO

REQUENA, Rodrigo L. **Fundos de Investimento:** qualificação, disciplina legal e potencialidades funcionais. 2018. 269f. Dissertação (Mestrado em Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2018.

Analisa-se os fundos de investimento, observados sob a ótica da metodologia de qualificação (descrição do instituto em análise funcional) proposta pela escola civil-constitucional, para definir sua natureza jurídica no sentido da categoria dos patrimônios separados; contrariando, assim, as qualificações usualmente propostas pela doutrina, nos termos das teorias condominial e organizacional ou societária. Nesse sentido, vislumbra-se a possibilidade dos fundos de investimento não registrados junto à CVM, e verifica-se a proximidade funcional do fundo de investimentos com o instituto anglo-americano do *trust*. Na segunda parte, são abordados os efeitos decorrentes desta qualificação, buscando delimitar qual a disciplina jurídica no ordenamento brasileiro atinente (i) às relações estabelecidas entre cotistas, (ii) às relações estabelecidas perante estes e os prestadores de serviço do fundo, e (iii) ao próprio fundo, enquanto ente jurídico despersonalizado. Na terceira parte, são discutidas algumas das atuais potencialidades funcionais características ao fundo de investimentos na condição análoga à do chamado negócio jurídico indireto: empregado na praxe brasileira como efetivo substituto ao *trust*, que segue até o momento sem previsão no ordenamento brasileiro, apesar de seu reconhecimento em diversas jurisdições ao redor do mundo.

Palavras-Chave: Fundo de Investimentos. Patrimônio separado. Qualificação. *Trust*. Condomínio. Sociedade. Gestão de recursos de terceiros. Administração fiduciária. Obrigações de meio e de resultado. Código de Defesa do Consumidor. Negócio jurídico indireto. Planejamento patrimonial. Elisão fiscal. Securitização.

ABSTRACT

REQUENA, Rodrigo L. *Investment Funds: functional analysis, legal framework and potential applications*. 2018. 269f. Dissertação (Mestrado em Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2018.

Investment funds are analyzed under the scope of the legal qualification (functional analysis) methodology purposed by the ‘civil-constitutional doctrine, determining their legal nature as a “segregated patrimony” (a legal unincorporated entity) and thus negating the usual classifications purposed by doctrine, through the condominium and corporation theories. Furthermore, the possibility of unregistered investment funds in Brazil is considered, and the proximity of Brazilian investment funds with the Anglo-American institute of the trust is discussed. Secondly, the effects associated with this classification are engaged in an attempt to define the applicable legal framework, in matters of Brazilian law and regulations, especially in respect to (i) relations established among unitholders, (ii) relations established between unitholders and the fund’s service providers, and (iii) the fund in itself, as a legal unincorporated entity. Thirdly, some of the potential applications of Brazilian investment funds are discussed: when assembled similarly to the so-called ‘indirect legal transaction’, investment funds are employed in Brazilian practice as an actual substitute for the Trust, an institute that remains without recognition in Brazilian law, in spite of its adoption by many jurisdictions around the world.

Keywords: Investment fund. Segregated patrimony (assets segregation). Legal qualification. Trust. Condominium (co-ownership). Partnership (corporation). Third parties’ assets management. Fiduciary management. Duties of best efforts and of achievement of a specific result. Brazilian Consumer Defense Code. Indirect legal transaction. Asset planning (wealth management plan). Tax avoidance. Securitization.

SUMÁRIO

	INTRODUÇÃO	12
1	PREMISSA METODOLÓGICA: O PROCESSO DE QUALIFICAÇÃO	18
2	A QUALIFICAÇÃO DOS FUNDOS DE	28
2.1	INVESTIMENTO	
	Qualificação dos fundos de investimento: patrimônio separado ou	28
2.2	especial	66
2.3	Qualificação dos fundos de investimento sob a perspectiva contratual	81
2.4	Teoria condominial dos fundos de investimento	93
2.5	Teoria societária ou organizacional dos fundos de investimento	
	Breve comentário a respeito da possibilidade e da qualificação dos	
	fundos de investimento não registrados na CVM: universalidade de fato,	122
2.6	negócio fiduciário atípico	
	Origens e similaridades com o <i>trust</i> e o poder exclusivo e discricionário	130
3	de gestão exercido por terceiro como efeito essencial básico dos fundos	
	de	139
3.1	investimento	
	DISCIPLINA LEGAL APLICÁVEL AOS FUNDOS DE	139
3.1.1	INVESTIMENTO, DECORRENTE DE SUA QUALIFICAÇÃO	
	Função do administrador, gestor e demais prestadores de serviço do	140
3.1.1.1	fundo	
	<u>As duas espécies de prestação de serviços ao fundo: atividades de gestão e de</u>	142
3.1.1.2	<u>administração fiduciária. Atividades fim e atividades meio do fundo</u>	147
3.1.1.3	Atividades de administração fiduciária e seu caráter firme: obrigações de	
	resultado	153
3.1.1.4	Atividades de gestão e seu caráter de melhores esforços: obrigações de	
	meio	160
3.1.2	O dever de informação: aspecto central e conformador dos fundos de	
	investimento. A importância da observação dos princípios de	

	<i>suitability</i>	
	O perfil de risco da atividade de gestão de recursos de terceiros e os limites de concentração de investimentos como técnica de alocação de riscos	167
3.1.3	<u>A posição central do administrador do fundo de investimentos, a delegação de funções e a responsabilidade pelos atos de outros agentes do fundo. As diferenças entre a responsabilidade civil e a administrativa dos prestadores de serviços do fundo</u>	169
3.1.4	<u>Parâmetros para a possível aplicação do Código de Defesa do Consumidor às relações entre cotistas e prestadores de serviços do fundo. As categorias de investidor (investidores qualificados e profissionais)</u>	186
3.2	<u>Decorrências da estipulação e da manutenção do contrato bilateral atinente aos fundos de investimento: o ingresso do cotista e a aplicação das normas atinentes ao contrato de adesão, e o caráter discricionário do ato de renúncia dos prestadores de serviço do fundo</u>	191
3.2.1	As relações jurídicas entre os cotistas	197
3.2.2	<u>A natureza do vínculo entre cotistas e os interesses da comunhão de cotistas, e as dimensões dos conflitos de interesses</u>	202
3.2.3	<u>O exercício do direito de retirada por cotista dissidente</u>	208
3.3	<u>O Acordo de cotistas, possibilidades e a vinculação do administrador</u>	209
3.3.1	Elementos atinentes ao fundo na condição de ente jurídico	212
3.3.2	<u>O abuso de segregação patrimonial do fundo de investimentos e a aplicação da <i>disregard doctrine</i></u>	217
3.3.3	<u>Pretensões propostas pelo fundo de investimentos. A questão da data-base e do cotista contemplado pela indenização devida ao fundo de investimentos</u>	222
4		223
4.1		225
4.2		229
4.3		238
4.4		
4.4.1		

	<u>O regime de insolvência dos fundos de investimento. As obrigações do administrador e as responsabilidades dos cotistas perante o resultado</u>	238
4.4.2	<u>negativo</u>	242
4.4.3	AS POTENCIALIDADES FUNCIONAIS DOS FUNDOS DE	245
4.4.4	INVESTIMENTO	
	Breve indagação preliminar: seriam os fundos de investimento os	250
4.4.5	possíveis substitutos para o <i>trust</i> na prática	255
4.4.6	brasileira?	262
4.4.7	(Des)vinculação dos fundos de investimento à finalidade prescrita em regulamentação	267
	Fundos de investimento utilizados como negócio jurídico indireto: o	278
	problema das normas	282
	aplicáveis	
	Algumas das diferentes potencialidades funcionais exercidas pelos	
	fundos de	
	investimento	
	<u>Preliminarmente: emprego dos fundos para a elisão fiscal. Os FIPs com poder de gestão exercido pelos cotistas, e os classificados como “entidade de investimento”</u>	
	<u>Planejamento patrimonial e sucessório</u>	
	<u>Organização de bloco de voto ou de controle, ou <i>voting trust</i></u>	
	<u>Titularidade de ativos em caráter fiduciário: exercício de titularidade em nome de terceiros e prevenção de conflitos de interesse (<i>blind trust</i>)</u>	
	<u>Constituição de garantia e segregação dos bens que a compõem</u>	
	<u>Securitização de créditos</u>	
	<u>Reestruturação de dívidas em falência, liquidação, recuperação judicial ou extrajudicial</u>	
	CONCLUSÃO	
	REFERÊNCIAS	

INTRODUÇÃO

Perante um mercado em desenvolvimento, ganham relevo os mecanismos que possam levar a seu progresso e, ao mesmo tempo, exercer papel mais inclusivo,¹⁻² a possibilitar que investidores sem considerável volume de recursos ou especialização também o integrem. Dentre tais instrumentos, têm destaque no cenário brasileiro os fundos de investimento, que movimentam o sexto maior mercado do mundo.³ Ao empregar estrutura que permite a captação dissipada de recursos, a segregação patrimonial e a administração por entidade profissional,⁴ os fundos de investimento alcançam proeminência como opção para todos os tipos de investidor. Assim, geram benefícios tanto no sentido da captação de recursos para o desenvolvimento de projetos de relevância social,⁵ quanto para os próprios investidores.⁶

¹ “As modificações de estrutura do capitalismo, acarretando alterações nas formas e nas técnicas da poupança, influíram também nas formas e nas técnicas de investimento. No capitalismo de pequenas unidades, a poupança é essencialmente individual, é livremente realizada e aplicada por seus detentores. Já no capitalismo de grandes unidades, verifica-se a concentração dos institutos de crédito, que se interpõem entre a poupança e a produção, influenciando poderosamente na forma de colocação de capitais. A complexidade dos mecanismos financeiros, exigindo uma progressiva especialização no setor de crédito, abre ensejo ao desenvolvimento de novas atividades, entre elas a da colocação de capitais a longo termo em valores mobiliários, de acordo com o princípio da distribuição de riscos: este é o objeto específico dos *investment trusts* anglo-americanos, a que correspondem, na Europa continental, as sociedades de investimentos. Reunindo um grande número de pequenas economias, as sociedades de investimentos conseguem assegurar melhores condições à aplicação do capital assim formado, seja no que se refere à segurança, seja no que tange à rentabilidade, do que o conseguiria cada um dos acionistas isoladamente. Possibilitam, igualmente, as sociedades de investimentos uma representação mais eficiente dos interesses dos acionistas, porquanto estarão em melhores condições de impor às diretorias das sociedades anônimas uma política favorável aos detentores de ações. Servindo, dessa forma a seus associados, tais organismos são, ao mesmo tempo, agentes da democratização financeira, de indiscutível utilidade para a economia pública” (Oscar Barreto Filho, *Regime Jurídico das Sociedades de Investimentos*, São Paulo: Editora Max Limonad, 1956. p. 51).

² “O fundo de investimento, ao permitir a aplicação de recursos de pequeno volume e proporcionar o acesso a uma administração especializada, constitui um dos mais notáveis e democráticos instrumentos de alocação da poupança dos investidores, muitas vezes não afeitos à complexa dinâmica do mercado financeiro” (EIZIRIK, Nelson et al., *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 77).

³ Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas, *Anuário 2016 da Indústria de Fundos de Investimento*. Disponível em: http://cef.fgv.br/sites/cef.fgv.br/files/Anuario_FGV%202016_internet.pdf. Acesso em: 10 fev. 2018, p. 5-8.

⁴ “Os fundos de investimento constituem importante mecanismo de captação de recursos do público, os quais, ao serem direcionados às atividades relativas ao objeto do fundo, fomentam diversos setores da economia. Possibilitam, ainda, que o investidor tenha acesso, na proporção de sua participação, a instrumentos financeiros em condições que dificilmente lograria obter sozinho” (OLIVA, Milena Donato. Indenização devida ‘ao fundo de investimento’: qual cotista vai ser contemplado o atual ou o da data do dano? *Revista dos Tribunais*, v. 904, p. 73, fev. 2011).

⁵ “No mercado brasileiro, os fundos operam como instrumentos de iniciação de pequenos investidores ao mercado. No aspecto estrutural do mercado financeiro, os fundos possibilitam uma base de captação mais ampla e, com isso, ampliam a robustez do sistema. Considerando a finalidade da ordem econômica e

Mediante instrumento simples, os investidores podem alcançar retornos maiores que os usualmente decorrentes das aplicações oferecidas no mercado de consumo,⁷ – como a caderneta de poupança e os títulos de capitalização –, e, ainda, terão à sua disposição uma gama de fornecedores de serviços, cujos custos são diluídos entre cotistas.

Nesse sentido, por assumirem tal feição, há considerável preocupação em estabelecer firme arcabouço regulamentar voltado aos fundos de investimento, evitando abusos perante o investidor vulnerável e conferindo segurança jurídica a todo o mercado. Se todos os fundos seguem similares premissas legais e seus administradores, vinculados a rígidos deveres de informação,⁸ também são reduzidos a assimetria informacional e os custos de transação.⁹

financeira, prevista constitucionalmente, os investimentos se traduzem no financiamento das atividades produtivas que sustentam e dinamizam a economia” (LEITE, Carlos Alexandre Corrêa; XAVIER, Yanko Marcius de Alencar; ALVES, Fabrício Germano. Código de Defesa do Consumidor aplicado aos fundos de investimento: deveres e responsabilidade do administrador. *Revista Jurídica da Presidência*, v. 17, n. 112, p. 263, jun./set. 2015).

⁶ “Os fundos de investimento correspondem a um modo organizado de captação de recursos para a realização de investimentos de forma coletiva. Dentre os fatores que explicam a popularização destes, pode-se citar: a) a possibilidade de acesso a modalidades de aplicação que não estariam disponíveis se o investidor operasse individualmente; b) o acesso à gestão profissional da carteira, com redução da assimetria de informações, sem que o investidor tenha de dominar em profundidade os aspectos técnicos do mercado; c) a possibilidade de diversificação da carteira de investimentos, com gerenciamento de riscos e aumento da rentabilidade; e d) a diluição dos custos de administração entre todos os participantes” (LEITE, Carlos Alexandre Corrêa; XAVIER, Yanko Marcius de Alencar; ALVES, Fabrício Germano. Código de Defesa do Consumidor aplicado aos fundos de investimento: deveres e responsabilidade do administrador. *Revista Jurídica da Presidência*, v. 17, n. 112, p. 262, jun./set. 2015).

⁷ “Anima a aplicação de recursos em fundos de investimento, a possibilidade de destinar-se parcela do patrimônio para gestão por administração especializada, de modo a associar o interesse em segurança, rentabilidade e liquidez. Nesse sentido, a administração especializada do patrimônio do fundo gera a expectativa de maior rentabilidade do que aquela que individualmente o investidor conseguiria obter” (MIRAGEM, Bruno. *Direito Bancário*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013. p. 434).

⁸ “O objetivo fundamental da regulação do mercado de capitais no Brasil e em outras jurisdições é a proteção dos investidores que aplicam seus recursos em valores mobiliários. Dessa proteção decorre a necessidade de confiança que os investidores devem ter nos emissores, nos custodiantes e nos intermediários. Os investidores devem ter total clareza dos riscos envolvidos nos investimentos, especialmente para poderem avalia-los em relação ao retorno esperado. Devem acreditar que as instituições participantes do mercado são sólidas financeiramente e que as informações recebidas são verdadeiras e completas. Para atingir a proteção dos investidores, basicamente se lança mão de normas que regulam a conduta dos emissores e intermediários” (PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de Investimento: estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 70). No mesmo sentido, ver: ERLING, Marlos Lopes Godinho. *Regulação do Sistema Financeiro Nacional*. São Paulo: Almedina Brasil, 2015. p. 267-270.

⁹ Como define Paula Forgioni: “A empresa contrata porque entende que o negócio trar-lhe-á mais vantagens do que desvantagens. As contratações são também resultados dos custos de suas escolhas; o agente econômico, para obter a satisfação de sua necessidade, opta por aquela que entender ser a melhor alternativa disponível, ponderando os custos que deverá incorrer para a contratação de terceiros (‘custos de transação’)” (FORGIONI, Paula A. *Teoria Geral dos Contratos Empresariais*. 2.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010. p. 60).

Assim, os fundos de investimento potencializam-se como veículos eficientes e seguros, de ampla liquidez e confiabilidade no mercado.¹⁰

Sem embargo de sua ascendente posição no mercado brasileiro, a doutrina pátria diverge especialmente com relação ao seu aspecto mais básico: sua natureza jurídica. Tal questão, que poder-se-ia tomar por supérflua, tem consideráveis impactos em aspectos práticos, – notadamente, às normas aplicáveis subsidiariamente às Instruções da CVM que regulam os fundos,¹¹⁻¹² assim como ao regime tributário imposto aos mesmos¹³ e até mesmo à

¹⁰ “Ao lado de proporcionar segurança jurídica e contribuir para a implementação de objetivos da política econômica e social, a regulação visa, de maneira direta, corrigir as falhas de mercado e torna-lo mais eficiente. Isso favorece a competitividade do mercado em si e dos seus participantes, assim como almeja evitar o cometimento de abusos e fraudes. No mercado de capitais, considerando as expectativas envolvidas, a correção dessas falhas possui um objetivo principal, que é conferir credibilidade e, por conseguinte, gerar confiança. Esta pode ser obtida por intermédio de uma série de práticas: maior divulgação de informações fidedignas; maior transparência; agente fiscalizador atuante; combate à impunidade; instituições sólidas; participação de investidores institucionais. Com confiança, o poupador encoraja-se a investir seus recursos no mercado de capitais, pois a expectativa de rentabilidade/risco passa a ser mais interessante” (CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 69-70).

¹¹ “A adequada qualificação dos fundos de investimento afigura-se importante para que se possa individuar a disciplina jurídica aplicável a esta sofisticada forma de gestão patrimonial em suas variadas modalidades. Na medida em que se entende que os fundos de investimento traduzem universalidade de direito, inserindo-se, por conseguinte, na teoria dos bens, não se pode considerá-lo centro autônomo de imputação subjetiva, ou seja, sujeito de direito” (OLIVA, Milena Donato. Indenização devida ‘ao fundo de investimento’: qual cotista vai ser contemplado o atual ou o da data do dano? *Revista dos Tribunais*, v. 904, p. 2, fev. 2011).

¹² A título de manifestação prática desta questão, note-se o então consignado no Processo CVM RJ 2005/2345, sustentando a aplicação subsidiária das regras atinentes ao condomínio a todos os fundos de investimento: “Dessa última interpretação decorreria naturalmente o risco de afirmar-se que, como visto anteriormente neste voto, a CVM não tem poder de conceder registro de constituição de fundos, senão como medida preparatória e necessária para a concessão do registro de distribuição pública de suas cotas. Portanto, tal fundo não seria passível de registro na CVM, e mesmo que fosse registrado estaria submetido às normas do Código Civil relativas ao condomínio, que vedam o resgate (isto é, a extinção do condomínio apenas em favor de um dos condôminos, sem a concordância dos demais)”.

¹³ Nesse sentido, note-se a redação do já revogado art. 82 da Lei 3.470/1958 (Lei do Imposto de Renda), que parece privilegiar – no sentido do restante da legislação tributária – o entendimento de que fundos de investimento não se constituem sob forma societária, imunes aos tributos incidentes às pessoas jurídicas: “Para efeito de tributação do imposto de renda, não são considerados pessoas jurídicas, os fundos constituídos em condomínio e administrados por sociedades de investimentos fiscalizadas pela Superintendência da Moeda e do Crédito, desde que não seja aplicada em uma só empresa importância superior a 10% (dez por cento) do valor do fundo e haja distribuição anual, pelos condôminos, dos resultados auferidos”. Ressalte-se, todavia, a observação de Ricardo de Santos Freitas, que entende ser tal discussão independente da definição da natureza jurídica dos fundos: “Como se vê, a técnica utilizada pela lei tributária é absolutamente precisa. Salvo exceções aplicáveis a determinadas espécies de fundos, os rendimentos e ganhos de capital auferidos pelos fundos de investimento na negociação dos ativos integrantes de sua carteira são isentos de tributação. O legislador tributário não quer saber se o fundo é pessoa jurídica ou não, se tem personalidade jurídica ou não. Apenas reconhece a importância social dos fundos e sua função no desenvolvimento do país, determinando a isenção para que não ocorra uma injusta e inconcebível situação de dupla tributação” (*Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 263). Permita-se, porém, discordar do autor citado: se fosse reconhecida a natureza societária dos fundos de investimento, indubitável que se discutiria, igualmente, a alteração de seu regime tributário, possivelmente

possibilidade de aplicação do Código de Defesa do Consumidor às relações entre investidores e os prestadores de serviços dos fundos.¹⁴⁻¹⁵ É, notadamente, indagação que decorre da ausência de previsão do instituto do *trust*,¹⁶ de origem no direito inglês,¹⁷⁻¹⁸ no ordenamento

impondo-lhes o imposto sobre a renda das pessoas jurídicas e outros tributos associados à operação empresarial (CSLL, ISS etc.), e quiçá rediscutindo-se a incidência do imposto sobre operações financeiras ao qual atualmente submetem-se os cotistas que adquirem e alienam cotas de certos fundos em período menor que 30 (trinta) dias. Nesse sentido: “Como se disse acima, o fundo de investimento não possui personalidade jurídica, de modo que não pode figurar como sujeito passivo de relação jurídica tributária ou de qualquer outra obrigação. O IR no fundo de investimento incide na fonte sobre a rentabilidade obtida pelo cotista e a alíquota varia de acordo com a composição da carteira e com o prazo médio dos títulos que a conformam. Portanto, somente o cotista é tributado e, ainda assim, a tributação na fonte do rendimento dos fundos fechados e dos de renda variável acontece apenas quando há o resgate das cotas. Ademais, a apuração e recolhimento do IR na fonte são de responsabilidade do administrador do fundo, mediante a retenção, à época do fato gerador” (LONGO, José Henrique; PHOBO, Márcia Setti. *Fundos de Investimento in Revista Tributária das Américas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, v.6. p. 292).

- ¹⁴ No presente trabalho, utilizar-se-á a expressão “prestador(es) de serviço do fundo”, para, indistintamente, fazer referência aos profissionais vinculados ao fundo, como o administrador, gestor, custodiante, auditor, consultor, distribuidor, entre outros.
- ¹⁵ “De início, considerando que os fundos de investimento são, de fato, sociedades, não seria plausível pensar existir relação de consumo entre os sócios e o administrador. Se assim fosse, os acionistas poderiam sempre requerer reparações dos administradores das companhias por insucessos que representassem resultados piores do que os esperados, o que se mostraria demasiadamente subjetivo. Ainda que no caso dos fundos de investimento se trate de administrador externo, não há razões para distinções no tocante às características da relação com os sócios” (CARVALHO, 2012, p. 233-234).
- ¹⁶ “As limitações postas pelos diferentes sistemas jurídicos, aos quais se têm de adaptar os vários tipos de empresas econômicas, sugerem desde logo a indagação de qual a forma jurídica adequada para alcançar os fins a que visam os *investment trusts*, nos países que não conhecem o instituto do *trust*. Em outras palavras, há que pesquisas o que Ascarelli denomina de *fungibilidade* do instrumento jurídico em relação à finalidade econômica” (Oscar Barreto Filho, 1956, p. 132). No mesmo sentido: “as perplexidades que gera[m] a análise da natureza dos fundos de investimento, em sistemas jurídicos como o nosso, provêm de que a instituição é originária de países da *common law*, e fundada na técnica do *trust*, de aculturação delicada nos direitos da família romano-germânica” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 163). Ainda: “A Grã-Bretanha, além de ter sido uma das primeiras regiões em que essa nova forma de aplicação apareceu, foi seguramente o local na qual ela se desenvolveu com mais vigor. A sua estruturação se deu sob a forma da figura jurídica de um *unit trust* e ganhou a designação de *investment trust*” (FREITAS, 2006, p. 46).
- ¹⁷ “Of all the exploits of Equity the largest and the most important is the invention and development of the Trust. It is an ‘institute’ of great elasticity and generality, as elastic, as general as contract. This perhaps forms the most distinctive achievement of English lawyers. It seems to us almost essential to civilization, and yet there is nothing quite like it in foreign law” (F. W. Maitland, *Equity and the Forms of Action at Common Law*, Cambridge: University Press, 1929. p. 23).
- ¹⁸ “Ora, o *trust* constitui, como sabemos, um instituto tipicamente vinculado ao sistema da *common law*” (WALD, Arnoldo. Algumas considerações a respeito da utilização do ‘*trust*’ no Direito Brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 34, n. 99, jul./set. 1995. p. 107). Ver, ainda, CHALHUB, Melhim Namem. *Trust: perspectivas do direito contemporâneo na transmissão da propriedade para administração de investimentos e garantia*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001. p. 17-24.

brasileiro;¹⁹ instituto estrangeiro que teria inspirado a própria criação dos veículos de investimento coletivo.

Logo, como primeiro item, será abordado o processo de qualificação jurídica dos fundos de investimento, investigando a possível natureza jurídica comum a este gênero. Em aludido momento, serão apreciadas (em simplificação) as considerações das principais correntes doutrinárias, ora conjugadas em dois grandes eixos: a teoria condominial e a societária ou organizacional. Aludida análise visará a definir as repercussões e aspectos do regime jurídico aplicável, particularmente em caráter suplementar às normativas da CVM, – perante sua omissão ou no que (e quando) as mesmas não se aplicarem. Em meio a tal exame, indagar-se-á a respeito da possibilidade de existência de fundos de investimento não registrados junto à CVM, e de qual seria o regime aplicável aos fundos constituídos à margem da supervisão da agência.

Superada referida etapa, caberá a tarefa de abordar os mais relevantes elementos intrínsecos aos fundos de investimento: em outras palavras, a sua disciplina jurídica, os principais caracteres de sua “fisiologia”, os vínculos jurídicos fundamentais que compõem o gênero ‘fundo de investimento’ e que formam sua tessitura mais básica e recorrente. Ou seja, os elementos que integram o mínimo para que um fundo de investimentos seja reconhecido enquanto tal. Entre tais aspectos, serão endereçadas as especificidades das interações entre os cotistas, e entre estes e o administrador e os demais prestadores de serviço do fundo.

Por fim, ainda na esteira da apreciação da perspectiva funcional dos fundos de investimento, a partir de sua qualificação, notar-se-ão algumas das diferentes funções mediatas hoje exercidas pelos fundos que vão além do intuito de investimento, em verdadeiro substituto ao *trust* no ordenamento pátrio.

¹⁹ Impossibilidade, argumenta a doutrina (MIRAGEM, 2013, p. 434; BARRETO FILHO, 1956, p. 66), que decorreria do desdobramento dúplici da propriedade no sistema da *Common Law* entre *common law* (“formal”) e *equity law* (“substancial”).

1 PREMISSA METODOLÓGICA: O PROCESSO DE QUALIFICAÇÃO

Possivelmente, o aspecto mais polêmico e sujeito a maior contenda acadêmica atinente aos fundos de investimento diz respeito à sua natureza jurídica. Sua definição servirá de ponto de partida para o presente trabalho. Como antes explicitado, serão analisadas as relações jurídicas essenciais aos fundos de investimento a partir de sua *qualificação* – tarefa que mais precisamente, nas palavras de Giuseppe Fanelli, consiste em “enquadrar o fenômeno socioeconômico no sistema da ciência jurídica e qualificá-lo”.²⁰

Note-se que, ao promover a discussão relativa à natureza jurídica dos fundos de investimento, a doutrina ressalta ter a finalidade específica de identificar quais as normas (ou seja, a disciplina ou o regime jurídicos) aplicáveis ao instituto, notadamente no que tange à relação entre investidores, fundo e prestadores de serviço do fundo.²¹⁻²² Se trata, então, de controvérsia relevante, em que pese parte da doutrina divergir a respeito de sua importância.²³

²⁰ FANELLI, Giuseppe. *Introduzione alla Teoria Giuridica dell'Impresa*. Milão: Giuffrè, 1950. p. 65.

²¹ “O principal motivo da reflexão sempre foi o de individualizar a relação jurídica exata entre o fundo e os investidores (participantes), uma vez que os instrumentos e a própria natureza da tutela destes últimos para o exercício de seus direitos, variam com o tipo de relação jurídica e com a natureza dos direitos” (Ricardo de Santos Freitas, 1956, p. 139). Igualmente: “O estudo, por conseguinte, da natureza de determinado instituto possibilita conhecer a essência e os principais caracteres relacionados e que deverão ser considerados para sua utilização. Ademais, essa análise, no tocante aos fundos de investimento, auxilia na compreensão da relação jurídica existente entre os investidores e o fundo, assim como daqueles com o administrador, na verificação de quais são as normas legais aplicáveis – dentre elas, as próprias definições dos princípios informadores. Esse entendimento abrangente facilita a resolução de conflitos ou o encontro de soluções nos casos em que o regulamento ou a regulamentação heterogênea específica sejam silentes” (CARVALHO, Mario Tavernard Martins de, 2012, p. 181). No mesmo sentido: “A relevância de se determinar a natureza jurídica do instituto ‘fundo de investimento’ reside, em nossa opinião, na definição de qual o conjunto de normas positivas deva ser aplicado supletivamente, em caso de conflito ou mesmo na definição da regulamentação pelas autoridades competentes tais como a CVM e, até mesmo, o Poder Judiciário” (PAVIA, Eduardo Cherez, 2016, p. 48). E, ainda: “Contudo, é mediante o estudo de sua natureza jurídica que institutos carentes de um satisfatório debate doutrinário demonstram a sua essência e principais características, que haverão de ser observadas na sua utilização. Especificamente em relação aos fundos de investimento, é pela sua natureza jurídica que se bem compreende a relação jurídica existente entre os investidores, o fundo e os seus administradores, especialmente a responsabilidade desses últimos por atos praticados em desrespeito à lei ou ao regulamento” (Saint-Clair Diniz Martins Souto, *Fundos de Investimento: um tipo societário e suas principais características*, dissertação de mestrado defendida com sucesso perante a Faculdade de Direito da Universidade de Brasília, orientada pela prof.^a dr.^a Ana Frazão, 2016, p. 46).

²² Veja-se, ainda, o trecho do processo CVM RJ 2005/2345 destacado na nota de rodapé nº. 11 *supra*, a respeito da importância de se definir qual a categoria jurídica na qual se enquadram os fundos de investimento, a fim de responder à indagação acerca da possibilidade da existência dos fundos de investimento não registrados junto à CVM. Tal questão será melhor endereçada adiante.

²³ “Quer se cogite de um condomínio especialíssimo ou *sui generis*, de uma sociedade sem personalidade jurídica, na terminologia do Código de Processo Civil ou de uma forma de *trust* já adaptado e consagrado

Especificar o que seria a natureza jurídica de um instituto não é tarefa simples, sendo comum que se identifique a mesma com o conjunto de elementos mínimos que o compõem.²⁴ Nesse sentido, a partir de tais elementos mínimos (ou seja, os aspectos comuns e essenciais aos diferentes fundos de investimento), se indagará qual a categoria jurídica que, em termos abstratos e gerais, os fundos de investimento se enquadrariam, – e tal investigação terá como norte definir qual a disciplina jurídica geral aplicável aos mesmos.

Ao se investigar a qualificação dos negócios jurídicos, se busca o enquadramento de determinada situação ou negócio jurídicos em uma categoria, delimitando sua “identidade”, amoldada às particularidades observadas em concreto, a partir do exame de sua *função* – em distinção à simples observação de seus elementos estruturais (notando-se a contraposição entre a “qualificação”, funcional e de natureza *sintética*, e a “classificação”, estrutural e *analítica*²⁵).²⁶

pelo direito brasileiro, a designação e a semântica são secundárias, pois o importante é a capacidade substantiva e adjetiva do Fundo para transmitir e adquirir direitos, atuar em juízo e praticar todos os atos da vida comercial, embora só possa exercer a sua atividade por intermédio de seu gestor” (WALD, Arnaldo. *Da Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário* in *Revista Forense*, v. 309, jan./mar. 1990, p. 11). Ressalva-se, porém, que o autor citado realizou o registro antes que os fundos de investimento imobiliários possuíssem tipicidade expressa em lei: logo, tal trecho poderia ser lido no sentido da maior importância em se reconhecer os elementos básicos de tais fundos, ainda que sua natureza jurídica seguisse controversa.

²⁴ “Assim, a natureza se revela pelos requisitos ou atributos essenciais e *que devem vir* com a própria coisa. Eles se mostram, por isso, a *razão de ser*, seja do ato, do contrato ou do negócio. A natureza da coisa, pois, põe em evidência sua própria essência ou substância, que dela não se separa, sem que a modificação ou a mostre diferente ou sem os atributos, que são de seu caráter” (De Plácido e Silva, *Vocabulário Jurídico*, atualizado por Nagib Slaibi Filho e Gláucia Carvalho, 26.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 944).

²⁵ Em termos de método científico (cf. Tom Richey, *On Scientific Method – Based on a Study by Bernhard Riemann in Systems Research*, v.8, 1991, p. 21-41), a ‘análise’, ou abordagem científica ou ‘reducionista’, consistiria na decomposição de problemas ou objetos de estudo às suas partes, metodologia tradicionalmente empregada pela ciência tradicional, ao abordar os sistemas lineares; enquanto a ‘síntese’, ou abordagem sistêmica ou holística, envolveria observar a interação ou qualidades compartilhadas entre as partes, buscando e estudando os efeitos de *emergência* que surgem a partir das sinergias decorrentes da interação entre as partes, em sistemas não-lineares ou ‘caóticos’. Tal procedimento é naturalmente mais adequado às ciências sociais, matéria desenvolvida pelas chamadas teoria da complexidade, teoria dos sistemas e teoria do caos (para tanto, permita-se remeter também a VON BERTALANFFY, Ludwig. *Teoria Geral dos Sistemas*. Tradução de Francisco M. Guimarães, Petrópolis: Editora Vozes, 1973, e BYRNE, David. *Complexity Theory and the Social Sciences: an Introduction*, Londres: Routledge, 1998). A qualificação, enquanto procedimento que observa a ‘retroação’ (ou ‘retroalimentação’, ou, ainda, *feedback*) entre os elementos que compõem o negócio jurídico (sua estrutura) e a função concreta exercida pelo mesmo, reflete esta abordagem sistêmica ou sintética: trata-se, afinal, de observar as relações (como adiante se explicitará, a mínima unidade de efeitos essenciais ao negócio jurídico, a concretizar o interesse concreto perseguido pelas partes) entre os próprios elementos que compõem, isto é, entre as partes mínimas que o integram (sua estrutura). Veja-se, ainda: “A ideia de sistema implica a redução à unidade de uma multiplicidade de elementos, aparentemente desordenados, e representa, como tal, o grande objetivo das tentativas de explicação do mundo” (COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto, 2005, p. 319).

²⁶ “Existem, como se sabe, ao menos duas formas fundamentais de se analisar determinado conceito no âmbito das ciências sociais: por seu aspecto estrutural (vale dizer, pela descrição dos elementos componentes do

Ao passo que, ao promover mera *classificação* do negócio jurídico, o intérprete poderia observar apenas sua estrutura (por exemplo, em compra e venda: partes, coisa e preço), ao *qualificar* o negócio jurídico, este realizaria procedimento de “retroação”: inicialmente notando os elementos estruturais e encontrando uma classificação, e depois confrontando estes elementos com os efeitos que deles decorrem, para possivelmente encontrar sua qualificação, que poderá ou não coincidir com a classificação meramente estrutural.

Seguindo o exemplo anterior: o intérprete analisa uma compra e venda, com todos os seus elementos; mas nota que o preço seria simbólico, assumidamente muito mais baixo o que valor da coisa, o que por seus *efeitos* aproximaria a operação da doação, mesmo que a *estrutura* observável reflita a compra e venda.²⁷ Dito diversamente, o negócio jurídico *seria* uma compra e venda, mas concretamente *funcionaria* como uma doação. Se trata de distinção importante para definir, em especial, a incidência de normas de ordem pública sobre o negócio jurídico.

Não à toa, a adequada qualificação adota suma importância no estudo dos chamados *negócios indiretos*, nos quais estruturas típicas são empregadas para funções distintas das que

objeto de estudo) ou por seu perfil funcional (isto é, indagando-se, para além do retrato estático da estrutura, qual finalidade ou interesse configura a dinâmica eficácia da noção sob análise). Na primeira hipótese, afirma-se usualmente que o interesse do cientista repousa na pergunta ‘o quê é?’, ao passo que, no segundo caso, confere-se maior importância ao questionamento ‘para que serve?’. A importância metodológica na distinção entre estrutura e função reside nas potencialidades que se abrem ao hermenêuta - particularmente no âmbito jurídico - para a identificação da verdadeira natureza de seu objeto de estudo, a partir da adoção de uma perspectiva funcional. Na análise funcional dos institutos jurídicos, é a função - vale dizer, o conjunto dos efeitos produzidos, dos interesses promovidos pelo instituto - que permitirá a atribuição de um *nomen iuris* e a consequente identificação de sua disciplina jurídica” (SOUZA, Eduardo Nunes de. *Função Negocial e Função Social do Contrato*: subsídios para um estudo comparativo in Revista de Direito Privado. v.54, abr./jun. 2013. p. 65).

²⁷ Dois negócios jurídicos de igual estrutura – até com cláusulas de idêntico teor – e a mesma mínima unidade de efeitos essenciais inicialmente observada podem diferir com relação à qualificação caso se observem diferenças com relação à função concreta perseguida pelas partes, a qual afetará a própria qualificação (que, assim, não pode se resumir apenas ao exame de elementos estruturais). Como exemplo, poderíamos comparar dois contratos de “depósito” (ou guarda) de dados: um firmado entre provedor de aplicativos e seus usuários, para o arquivamento de dados sensíveis (como o conteúdo de conversas particulares, preferências pessoais não externadas publicamente etc.), e outro, entre investidor e corretora que guarda em sua carteira virtual os códigos referentes às criptomoedas de titularidade daquele (que, se acessados por terceiros, poderão implicar na própria usurpação do ativo financeiro). Ao passo que ambos os negócios jurídicos poderiam, em tese, receber igual *nomen juris* e compreender avenças idênticas, o primeiro tem escopo existencial, de função concreta inteiramente distinta do segundo, que, por sua vez, resume interesses patrimoniais bem delimitados e de valor líquido. Logo, é possível que tal circunstância afete por inteiro sua qualificação, ainda que os efeitos essenciais inicialmente aparentem ser análogos: tais efeitos deverão ser conformados ao interesse concreto perseguido pelas partes.

lhes são usuais,²⁸ como a seguir se explicitará. A compreensão deste procedimento será fundamental não apenas ao se inquirir qual a natureza jurídica dos fundos de investimento, mas também em momento posterior, quando se examinarão as diferentes funções que assumem.

A qualificação teria por objetivo final perquirir “para que serve” determinado instituto, definindo, assim, qual seria sua disciplina jurídica, conformada à função concretamente adotada pelas partes e às exceções aplicáveis a sua tipologia, em movimento consentâneo com sua própria interpretação.²⁹ Como explicitam Carlos Nelson Konder e Pablo Renteria, o objetivo central do processo de qualificação residiria na definição da disciplina jurídica aplicável ao negócio jurídico em questão:

De modo geral, o processo de qualificação no direito tem por finalidade a identificação da disciplina da relação jurídica concreta. Como destacado, a perspectiva funcional é a mais adequada para guiar este processo de qualificação, pois a identificação da função permite a determinação da estrutura jurídica mais adequada a tutelar os interesses das partes envolvidas. Assim, é com base no exame da função que se poderá decidir, no caso concreto, acerca da situação jurídica apta a efetivar a tutela do interesse em exame.³⁰

Em outras palavras, o processo de qualificação, como sustentado pela metodologia civil-constitucional, é análogo à análise funcional³¹ do negócio jurídico, no âmbito da qual se

²⁸ No conceito pioneiro de Tullio Ascarelli, se verifica o negócio jurídico indireto “quando as partes recorrem, no caso concreto, a um negócio determinado para alcançar, consciente e consensualmente, por seu intermédio, finalidades diversas das que, em princípio, lhe são típicas” (ASCARELLI, Tullio. *O Negócio Indireto in Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 2.Ed. São Paulo: Saraiva, 1969. p. 94). Veja-se, também: “o negócio indireto é caracterizado pela divergência entre o escopo prático das partes e a função típica do esquema negocial adotado” (Tradução livre de Pietro Trimarchi. *Instituzioni di Diritto Privato*. 20.Ed. Milão: Giuffrè Editore, 2014. p. 193. No original, “Il negozio indiretto è caratterizzato dalla divergenza fra lo scopo pratico delle parti e la funzione típica dello schema negoziale adottato”).

²⁹ “A tentativa de se chegar a uma classificação definitiva para tais atos apresenta, via de regra, pouco interesse prático; de fato, as categorias jurídicas apenas são úteis na medida em que conduzem a disciplinas jurídicas particulares - e, de modo geral, casos limítrofes como os do casamento passam a receber, com o tempo, minucioso tratamento legislativo, independentemente da qualificação em abstrato. Além disso, para a metodologia civil-constitucional, a qualificação do fato em determinada categoria não pode representar um óbice prévio à interpretação, já que ambas devem ocorrer simultaneamente” (SOUZA, Eduardo Nunes de. *Categorias de atos jurídicos lícitos e seu controle de validade in Revista dos Tribunais*. v. 967, Maio 2016, p. 122).

³⁰ KONDER, Carlos Nelson; RENTERIA, Pablo. A funcionalização das relações obrigacionais: interesse do credor e patrimonialidade da prestação. *Civilistica.com*, ano 1, n. 2, 2012, p. 22.

³¹ Alerta-se que, mesmo que (no sentido da nota de rodapé nº. 26 *supra*) o procedimento de qualificação esteja mais próximo à *síntese* que à *análise*, se empregados tais termos no contexto da metodologia científica x sistêmica, no presente trabalho se utilizará, para fins de simplicidade, a expressão “análise funcional”, mais

perquirem os efeitos concretos perseguidos pelas partes, para então definir qual a categoria e a disciplina próprias ao negócio em questão.³²

Como investigar qual a função exercida por dado instituto? Tal questão é posta com relevo na doutrina dedicada ao estudo do *elemento causal* (ou *causa*) dos negócios jurídicos, objeto de profícua digressão doutrinária.³³⁻³⁴ Exatamente pela extensão do debate, ora se evitará adentrar profundamente a questão do elemento causal, extraindo desta discussão apenas os aspectos atinentes à qualificação dos negócios jurídicos, na direção de análise funcional.

Por uma compreensão da causa e de sua proximidade à ideia dos *fins* ou *funções* do negócio jurídico, remeta-se brevemente ao confronto entre as teorias subjetiva e objetiva do elemento causal: enquanto a primeira o identifica nos motivos das partes para concluir certo negócio, a segunda o equipara aos objetivos perseguidos por estas – e, mais especificamente, aos objetivos que as partes *poderiam* perseguir, protegidos pelo ordenamento constitucional.

Para escapar à inevitável crítica, no sentido de que a teoria objetiva restringir-se-ia aos contratos típicos, Emilio Betti avança na direção do que alcunha de tipicidade social (*tipicità*

recorrente na doutrina, do que a tecnicamente mais precisa “síntese funcional”. Tal questão é melhor explicitada na citada nota de rodapé nº 26 *supra*.

³² Nesse sentido, veja-se KONDER, Carlos Nelson. Qualificação e coligação contratual. *Revista Forense*, v. 406, nov./dez. 2009, e, igualmente, SOUZA, Eduardo Nunes de. *Função negocial e função social do contrato...*, p. 65-98.

³³ “Embora a doutrina brasileira nem sempre o admita, a causa é elemento essencial do negócio jurídico, ao lado dos elementos subjetivo, objetivo e formal. Não se confunda causa com motivo, de natureza subjetiva ou psicológica. Do ponto de vista técnico, a causa consiste na mínima unidade de efeitos essenciais que caracteriza determinado negócio, sua função jurídica, diferenciando-o dos demais. Somente a identificação da causa pode determinar a qualificação contratual, a invalidade ou ineficácia de certas relações jurídicas para as quais o exame dos demais elementos mostra-se insuficiente. Bastaria lembrar os contratos, como a compra e venda de coisa futura e a empreitada, que se diferenciam exclusivamente em virtude da função ou causa que lhes é peculiar; ou a compra e venda de objeto lícito (uma arma, por exemplo), mas cuja invalidade decorre da ilicitude do objeto no contexto causal (a arma destinada à prática de certo crime)” (TEPEDINO, Gustavo. Esboço de uma classificação funcional dos atos jurídicos. *Revista Brasileira de Direito Civil*, v. 1, jul./set. 2014, p. 26).

³⁴ A causa dos contratos (e de sua espécie, o negócio jurídico) é objeto de longa discussão no âmbito da doutrina pátria, que, contudo, em que pese constituir passo importante para a conclusão do tema em tela, não será objeto de análise aprofundada no presente trabalho. Nota-se, por todos, a rica abordagem de Maria Celina Bodin de Moraes (A Causa do Contrato in *Civilistica.com*. ano 2, n.1, 2013. p. 1-24), que elabora a respeito da indispensabilidade de um conceito de causa (em oposição à doutrina que sustenta sua inexistência ou inaplicabilidade no ordenamento brasileiro), e analisa os desdobramentos das teorias subjetiva – aquela que identifica *causa* e *motivo*: ora sem relevância, uma vez que *a priori* limitada à reserva mental das partes – e objetiva do elemento causal (que defende elementos exteriores à consciência dos contratantes), concedendo especial relevo aos conceitos de Pugliatti e Betti, que ora se toma por base. Outra valorosa exposição sobre a matéria é objeto do já citado texto de Eduardo Nunes de Souza (*Função negocial e função social do contrato...*, p. 72-73).

sociale).³⁵⁻³⁶ Ou seja, os contratos não se restringem aos legalmente previstos, mas a todos aqueles realizados concretamente, desde que admitidos pela ordem constitucional. Em palavras diversas, na dicção de Betti,³⁷ seria a causa próxima ao conceito de *função socioeconômica* do negócio: as partes elegem elementos, dotados de função jurídica (ou seja, reconhecidos legalmente como, *a priori*, geradores de direitos e deveres), para alcançar certos efeitos econômicos e sociais – que, contudo, apenas poderão (e deverão ser interpretados de forma a *apenas poder*) se restringir aos efeitos sociais reconhecidos como positivos, orientados e tutelados pelo ordenamento, no chamado exame de *merecimento de tutela* (*meritevolezza*).³⁸

Todavia, tal raciocínio ainda encontra considerável óbice prático: como investigar qual seria a tal função socioeconômica, em especial ao se apreciar os contratos atípicos? Como perquirir o que as partes pretendem alcançar em termos econômicos e sociais, se não aderirem a determinada forma previamente contemplada pelo legislador? Betti avista a função socioeconômica na *síntese dos elementos essenciais* do negócio jurídico,³⁹ adotando posição que remete à centenária e persistente distinção moldada por Pothier.⁴⁰ Porém, como alerta

³⁵ “Então, para o lugar da rígida tipicidade legislativa, baseada num número limitado de denominações, entra uma outra tipicidade, que desempenha também sempre a função de limitar e orientar a autonomia privada mas que, em comparação com aquela, é muito mais elástica na configuração dos tipos, e na medida em que se realiza, remetendo para as valorações econômicas ou éticas da consciência social, poderia chamar-se *lhe tipicidade social*” (BETTI, Emilio. *Teoria Geral do Negócio Jurídico*. Campinas: Servanda Editora, 2008. p. 281).

³⁶ “A tipificação social de contratos também tem origem nos usos e costumes, transformando negócios livremente encetados pelos agentes econômicos em *tipos socialmente reconhecidos*. Por exemplo, os contratos de concessão mercantil ou de distribuição comercial, nascidos da prática dos mercadores, são hoje pacificamente aceitos pela jurisprudência” (FORGIONI, Paula A., 2010, p. 118).

³⁷ “[É] fácil concluir que a causa ou razão do negócio se identifica com a *função econômico-social* de todo o negócio, considerado despojado da tutela jurídica, na *síntese* de seus efeitos essenciais, como totalidade e unidade funcional, em que se manifesta a autonomia privada” (BETTI, Emilio, 2008, p. 264).

³⁸ “Mas não apenas isso: uma análise baseada no perfil funcional permite ao intérprete emitir um juízo valorativo muito mais completo sobre os atos jurídicos, indagando se seu exercício não é abusivo e se é merecedor da tutela do ordenamento - indo, portanto, além do simples juízo de licitude proporcionado pelo prisma estrutural” (SOUZA, Eduardo Nunes de. *Função negocial e função social do contrato...*, p. 66).

³⁹ “Por outro lado, a noção da causa, como característica do tipo de negócio, é paralela à teoria dos *essentialia* e dos *naturalia negotii*. [...] Essenciais são, precisamente os elementos necessários para constituir um negócio daquele determinado tipo que se considera, isto é, aqueles sem os quais um negócio daquele tipo não poderia existir. [...] Isso mostra que os elementos essenciais do tipo de negócio são, por isso mesmo, elementos de sua causa: elementos constantes e invariáveis em cada negócio concreto que corresponde àquele tipo, e portanto indispensáveis para sua identificação” (BETTI, Emilio, 2008, p. 268).

⁴⁰ “Les choses qui sont seulement de la nature du Contrat, sont celles qui, sans être de l'essence du Contrat, font partie du Contrat, quoique les parties contractantes ne s'en soient point expliquées, étant de la nature du

Bodin de Moraes,⁴¹ por elementos essenciais, como compreendidos tanto no ordenamento italiano (vontade, causa e forma: art. 1.325 do Código Civil Italiano), compreendem-se elementos que não bastam para a determinação da causa. No sentido exposto pela autora em crítica à posição de Betti, ao se analisar a vontade, retorna-se à perspectiva subjetiva; a forma, novamente se restringe aos contratos e negócios jurídicos típicos; ao passo que a causa é o próprio elemento que Betti tenta delimitar.

Mesmo os elementos essenciais (ou *requisitos*, necessários para a consecução do plano da existência) do negócio jurídico expressamente reconhecidos pelo ordenamento brasileiro, no art. 104 do Código Civil de 2002,⁴² – vontade, forma, e objeto –⁴³ igualmente afiguram insuficientes para se extrair a denominada função socioeconômica. Carlos Nelson Konder delimita a causa dos negócios jurídicos perante a teoria de Betti, anotando que “concebida abstratamente, a causa acaba por *achatar-se ao tipo*, deixando de fora tudo aquilo que excede as suas linhas mestras e que individualizam e especificam a operação perseguida e gerando o empobrecimento e enrijecimento da avaliação do contrato”.⁴⁴

Salvatore Pugliatti tenta solucionar tal questão, ao propor identificar a função na *mínima unidade de efeitos* do negócio, aqueles sem os quais o negócio deixaria de ser (sua

Contrat que ces choses y soient renfermées & sous-entendues. Ces choses tiennent un milieu entre les choses qui sont de l'essence du Contrat, & celles qui sont accidentelles au Contrat; & elles different des unes & des autres. Elles different des choses qui font de l'essence du Contrat, en ce que le Contrat peut subsister sans elles, & qu'elles peuvent être exclues du Contrat par la convention des parties; & elles different des choses accidentelles au Contrat, en ce qu'elles font partie du Contrat, sans avoir été expressément convenues” (POTHIER, Robert-Joseph. *Traité de Droit Civil – Traité des Obligations*. T. 1, Orléans: Rouzeau-Montaut, 1776, p. 6-7). Em tradução livre: “Os elementos que constituem apenas a natureza do Contrato, são aquelas que, sem ser da essência do Contrato, fazem parte do Contrato, ainda que as partes contratantes não o tenham esclarecido, sendo da natureza do Contrato que esses elementos estejam contidos e implícitos. Esses elementos mantêm um ponto intermediário entre os elementos que são da essência do contrato e aqueles que são acidentais ao Contrato; e eles diferem uns dos outros. Eles diferem dos elementos que são essência do Contrato, na medida em que o Contrato pode subsistir sem eles, e que eles podem ser excluídos do Contrato por convenção das partes; eles diferem dos elementos acidentais ao Contrato, na medida em que fazem parte do Contrato, sem terem sido expressamente pactuados”.

⁴¹ POTHIER, Robert-Joseph. *Traité de Droit Civil – Traité des Obligations*. T. 1, Orléans: Rouzeau-Montaut, 1776, p. 12-13.

⁴² Art. 104 do Código Civil: “A validade do negócio jurídico requer: I - agente capaz; II - objeto lícito, possível, determinado ou determinável; III - forma prescrita ou não defesa em lei”.

⁴³ TEPEDINO, Gustavo; BODIN DE MORAES, Maria Celina; BARBOZA, Heloísa Helena. *Código Civil Interpretado Conforme a Constituição da República*. 2.Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 217. v.I.

⁴⁴ KONDER, Carlos Nelson. Causa do contrato x função social do contrato: estudo comparativo sobre o controle da autonomia negocial. *Revista Trimestral de Direito Civil*, Ano 11, jul./set. 2010. p. 47. v.43.

síntese dos *efeitos* essenciais).⁴⁵⁻⁴⁶ Tal posição assumiu, ademais, papel de relevo na chamada atividade de qualificação contratual, reconhecendo no exame do elemento causal importante instrumento para definir, a partir da distinção de seus efeitos (em oposição a seus elementos essenciais, como propugnado por Betti), qual a disciplina aplicável a certo contrato ou negócio jurídico.⁴⁷

Finalmente, em sentido semelhante – e ora adotado –, posiciona-se Pietro Perlingieri, que critica as supracitadas técnicas de Betti e Pugliatti em sua concepção mais “pura”,⁴⁸ e, por sua vez, encontra a *causa* na *função econômico-individual* do negócio.⁴⁹ Nas palavras de Perlingieri, seria a função econômico-individual “o valor e o sentido dado pelas partes com a operação, considerada em sua totalidade; os quais consistem no próprio valor individual de um determinado negócio, objetivado em termos concretos, assumidos pelas partes (...) uma causa do negócio concreto identificada no interesse perseguido e regulado pelo contrato”.⁵⁰

⁴⁵ Salvatore Pugliatti, *Precisazioni in tema di causa del negozio giuridico* in *Diritto civile: metodoteoria-pratica*, Milão: Giuffrè, 1951, p. 119.

⁴⁶ Novamente, permita-se apontar para BODIN DE MORAES, Maria Celina (2013, p. 11-13) e para SOUZA, Eduardo Nunes de (*Função negocial e função social do contrato*..., p. 71-73), que expõem a evolução do raciocínio dos supracitados autores, até alcançar a posição ora exposta em apertadíssima e modesta síntese.

⁴⁷ “Então, embora a causa seja una, ela cumpre três papéis diferentes mas interdependentes, daí a confusão em que se vê envolvido o termo: i) serve a dar juridicidade aos negócios, em especial a contratos atípicos, mistos e coligados; ii) serve a delimitá-los através do exame da função que o negócio irá desempenhar no universo jurídico; iii) serve, enfim, a qualificá-los, distinguindo seus efeitos e, em consequência, a disciplina a eles aplicável” (BODIN DE MORAES, Maria Celina, 2013, p. 12).

⁴⁸ “L’identificazione della causa nella funzione economico-sociale o nella sintesi degli effetti essenziali consente di mettere in evidenza che il regolamento di interessi nel quale si sostanzia il contratto è protetto perché riconosciuto degno di tutela da parte dell’ordinamento. Tuttavia, tali ricostruzioni, nelle loro manifestazioni più diffuse, conducono alla identificazione della causa con il tipo contrattuale, cioè con l’astratto schema regolamentare che racchiude l’operazione posta in essere dai privati” (PERLINGIERI, Pietro. *Manuale di Diritto Civile*. Nápoles: Edizioni Scientifiche Italiane, 1997. p. 369). Em tradução livre: “A identificação da causa na função socioeconômica ou na síntese dos efeitos essenciais permite que se coloque em evidência que o regulamento de interesses no qual se sustenta o contrato é protegido porque reconhecido como digno de tutela por parte do ordenamento. Todavia, tal reconstrução, que se manifesta mais difusa, leva à identificação da causa com o tipo contratual, isto é, com o esquema regulamentar abstrato que envolve a operação realizada pelos particulares”.

⁴⁹ Conceito originalmente desenvolvido por Giovanni Ferri, como alerta KONDER, Carlos Nelson (*Causa do contrato x função social do contrato*..., p. 50-51).

⁵⁰ Trecho adaptado do original: “[...] la funzione economico-individuale, indicando con tale espressione il valore e la portata che all’operazione nella sua globalità le parti stesse hanno dato, cioè il valore individuale che una determinata operazione negoziale, considerata nel suo concreto atteggiarsi, assume per le parti [...] una causa del concreto negozio identificata nell’interesse perseguito e regolato mediante il contratto” (PERLINGIERI, Pietro, 1997, p. 370).

Ou seja, na síntese de Eduardo Nunes de Souza, a “objetivação, no negócio, das finalidades subjetivas perseguidas pelas partes”.⁵¹

Todavia, o jurista italiano também identifica tal função por meio da mesma *síntese dos efeitos essenciais*, mas desde que – “em processo unitário de interpretação e qualificação”⁵² – se conjugue a mesma com o *interesse concreto perseguido*. Importa dizer que os efeitos essenciais do negócio são concretizados e relativizados mediante a individualização dos interesses concretos perseguidos e regulados pelo ato de autonomia das partes:⁵³ isto é, pela própria estrutura do negócio, mediante os termos contratuais objetivamente adotados.⁵⁴ Ao fazê-lo, Perlingieri escapa às concepções anteriores, que se atinham à dimensão estrutural do negócio,⁵⁵ sem, porém, que se deixe de conferir importância aos termos especificamente eleitos pelas partes. A compra e venda a “preço vil” poderá ser próxima (ou mista) à doação, mas as partes ainda optaram por contratá-la naquela forma, o que deverá ser relevante.

Logo, a qualificação dos fundos de investimento poderá ser determinada a partir da função econômico-individual que as partes buscam com sua composição. Como se sustentará adiante, os fundos de investimento têm realizado uma série de novas funções, para além das que lhes seriam socialmente típicas até pouco tempo. Remete-se, então, à *historicidade* dos institutos jurídicos,⁵⁶ ideia igualmente sustentada pela doutrina civil-constitucional:⁵⁷ os

⁵¹ KONDER, 2010, p. 73.

⁵² PERLINGIERI, 1997, p. 370.

⁵³ PERLINGIERI, 1997, p. 371.

⁵⁴ Talvez seja possível afirmar, então, que Perlingieri conjuga ambas as técnicas, mesmo que dando tom distinto à ideia da função socioeconômica de Betti. Ainda assim, vale consignar que Perlingieri não nega a incidência de interesses sociais à função do negócio ou mesmo que rejeite a importância do juízo de merecimento de tutela, apenas que dá destaque, neste momento da qualificação contratual, ao interesse individual, perseguido de forma imediata pelas partes (que sempre deverão, de forma *mediata*, buscar e se submeter ao ‘filtro’ do necessário interesse coletivo, social). Para mais sobre referida questão, ver Eduardo Nunes de Souza (*Função negocial e função social do contrato*..., p. 73).

⁵⁵ “Para o autor, a superação da perspectiva da subsunção, com o objetivo de valorizar a identificação dos interesses envolvidos e as peculiaridades que distinguem o negócio concreto, dando prevalência ao perfil funcional do negócio, impõe reconhecer na causa um *quid* que ilumina o contrato na sua dimensão de valor, isto é, de regulamento de interesses” (KONDER, Carlos Nelson. *Causa do contrato x função social do contrato*..., p. 52).

⁵⁶ “Se esta ideia de leitura, recepção, apropriação prejudica decisivamente a ideia de continuidade, já é compatível com a ideia de *tradição*. Enquanto a primeira pressupõe uma continuidade de um sentido fixado no momento da criação do texto, a segunda incorpora no sentido um elemento dinâmico, em virtude do qual o sentido, não deixando de ser portador de algo que lhe vem desde a origem, vai sofrendo modificações que derivam da diversidade dos sucessivos contextos culturais em que a mensagem original é lida” (António Manuel Hespanha, *A Cultura Jurídica Europeia*, Coimbra: Almedina, 2012. p. 48). Útil, ademais, lembrar de passagem de Natalino Irti (tradução livre): “Ao jurista não é consentido o consolo da nostalgia, nem a serena

institutos mudam de significado e função, de acordo com a mudança dos próprios institutos sociais, do uso que a sociedade lhes reserva. Nada impede, então, que os fundos de investimento assumam novas funções – ainda se indaga, porém, se estas interferirão em sua qualificação.

Referida investigação será aduzida em momento posterior do presente trabalho. Ainda assim, sustentar-se-á que há certos efeitos gerais perseguidos pelas partes com a constituição de um fundo de investimentos, dada a função que o distingue de outros institutos semelhantes, suficiente para se definir sua natureza jurídica em abstrato.⁵⁸

Nesse sentido, as partes perseguem efeitos específicos ao constituir fundo de investimentos – como instrumento para a finalidade de investimento ou para realizar objetivo diverso, mas de acordo com certas consequências legais e econômicas, com alocação de riscos característica, possivelmente distinta daquela adotada ao se optar por instituto diverso.⁵⁹

tristeza de quem contempla o crepúsculo; ele tem o iniludível dever de compreender, de recompor, entre as ruínas do passado e os indecisos ou incertos sinais do futuro, a lógica do próprio tempo” (*L'Età della Decodificazione*, Milão: Giuffré, 1979, p. 30). Além disso, veja-se: “É, portanto, sem sentido indagar o que é o direito, o que é o Estado, ou o que é a pessoa jurídica, isoladamente considerados, como se fossem arquétipos ou entes em si mesmos. O que se deve fazer, metodicamente, é desviar a atenção da palavra isolada para a proposição em que ela se encontra e dar, assim, em qualquer hipótese, uma interpretação contextual” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto, 2005, p. 340). Neste sentido, Ascensão, ao comentar a insuficiência da mera subsunção e a individualização da situação fática no momento da aplicação normativa (*Introdução à Ciência do Direito*. 3.Ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 589-595).

⁵⁷ “[I]mpossível colocar fato e direito como entidades antitéticas, vale dizer, como entidades incomunicáveis, cada uma portadora de uma lógica própria. [...] O ordenamento vive nos fatos concretos que historicamente o realizam” (PERLINGIERI, Pietro. *Perfis do Direito Civil: Introdução ao Direito Civil Constitucional*. 3.Ed. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 104). E, por fim e em igual sentido, Eros Grau: “Compreender é algo existencial; é experiência. E assim é porque a hermenêutica está ancorada na facticidade e na historicidade, de modo que entre a linguagem, instrumento necessário de que nos utilizamos para apreender o objeto a ser compreendido - os textos normativos, no caso da interpretação jurídica - e esse objeto interpõe-se os mundos da cultura e da história. [...] Por isso, o que se compreende, no caso da interpretação do direito, é algo - um ‘objeto’ - que não pode ser conhecido independentemente de um ‘sujeito’. Partindo sempre de uma pré-compreensão, o processo de interpretação dos textos normativos ganha dinamismo, no seu momento seguinte, em um movimento circular, o círculo hermenêutico. O resultado da interpretação [= a norma] é produzido ao final deste percurso” (GRAU, Eros. *A Ordem Econômica e a Constituição de 1988*. 14.Ed. São Paulo: Malheiros, 2010. p. 356-357).

⁵⁸ Como já mencionado acima (v. nota de rodapé 49 *supra*), o processo de qualificação dos negócios jurídicos pressupõe observar a função concretamente perseguida para, se for o caso, alterar a própria categoria jurídica antes definida. Veja-se, nesse sentido, a anotação doutrinária: “Preliminarmente, no entanto, cumpre esclarecer que a análise da natureza jurídica de determinados tipos de fundos de investimento específicos pode levar a conclusões diversas” (PAVIA, Eduardo Cherez, 2016, p. 48).

⁵⁹ “As contratações empresariais envolvem *riscos*, ou seja, a possibilidade de que, por razões previsíveis ou imprevisíveis, retem frustradas as expectativas que orientaram a conclusão do negócio. O risco é inevitável porque ‘[c]ontratar é prever’, de forma que ‘[o] contrato é um empreendimento sobre o futuro. Mas, se não consegue evadir as possibilidades de perda, ao menos é possível *aloca-las, dividi-las entre os agentes econômicos* por força de lei ou pelo do contrato. [...] Por vezes, as empresas valem-se do *contrato* para disciplinar a forma de divisão dos riscos” (Paula A. Forgioni, 2010, p. 136-137).

2 A QUALIFICAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Considerando as bases metodológicas ora estipuladas, é possível observar que há um mínimo conjunto de efeitos essenciais perseguidos pelas partes ao participar de um fundo de investimentos. Cabe, assim, observar que efeitos seriam estes, e para qual natureza jurídica apontariam, suficiente para que se definam os fundos de investimento como instituto compreendido em sua generalidade.

Primeiro, analisar-se-ão os aspectos atinentes aos fundos de investimento compreendidos como ente jurídico despersonalizado, centro de imputação subjetiva de direitos e obrigações e, então, aqueles pertinentes ao negócio jurídico subjacente à sua formação.

Cabe aqui breve ressalva. De forma semelhante às sociedades,⁶⁰ é possível sustentar que os fundos de investimento possuiriam dois aspectos. Um próprio dos entes jurídicos, vez que contraem direitos e obrigações em nome próprio, ainda que não disponham de capacidade processual.⁶¹ Outro, de feição contratual, pois são originados a partir de negócio jurídico específico, firmado por seu administrador e posteriormente ratificado por seus cotistas.

Em segundo momento, porém, confrontar-se-ão as hipóteses a seguir alcançadas com as teorias mais relevantes em doutrina acerca de sua natureza jurídica, a fim de sustentar a sua validade. Em capítulo seguinte, se discutirão os desdobramentos de aludida qualificação.

2.1 Qualificação dos fundos de investimento: patrimônio separado ou especial

Observados os pressupostos metodológicos colocados no capítulo anterior, restaria notar a mínima unidade de efeitos essenciais perseguida pelas partes ao firmar o negócio

⁶⁰ “La società si presenta, altresì, e come *negozio giuridico* e come *organismo*, che entra in *rapporti con i terzi*; e percorre tutto un ciclo vitale, del quale importa cogliere le singole fasi” (MESSINEO, Francesco. *Manuale di Diritto Civile e Commerciale*, 8.Ed. Milão: Giuffrè, 1954, v. 4. p. 290). Em tradução livre: “A sociedade se apresenta, simultaneamente, como negócio jurídico e como organismo, que entra em relações com terceiros, e percorre um ciclo vital, do qual é importante compreender suas fases individuais”.

⁶¹ Nos termos do art. 75, IX, do CPC/2015: “Serão representados em juízo, ativa e passivamente: [...] IX – a sociedade e a associação irregulares e outros entes organizados sem personalidade jurídica, pela pessoa a quem couber a administração de seus bens”.

jurídico subjacente à formação ou ao ingresso em um fundo de investimento, para então definir a sua adequada qualificação enquanto ente jurídico despersonalizado e centro autônomo de imputação subjetiva.

Desde já, cumpre consignar que não serão abordados neste capítulo os efeitos naturais ou acidentais dos fundos de investimento:⁶² ou seja, apenas se analisarão os efeitos que compõem a sua *síntese mínima*, que acompanham toda a tipologia do instituto, identificando-o e adequando-o a certa categoria jurídica.

Instintivamente, seria possível recorrer ao emprego mais usual dos fundos de investimento para se perquirir tal função econômico-individual. Como frequentemente nota a doutrina, os fundos de investimento surgiram e são comumente empregados como veículo voltado especificamente à atividade de investimento, em particular na modalidade coletiva.⁶³ Seria, então, o termo *investimento* suficiente para descrever a função perseguida com a constituição de fundos de investimento?⁶⁴ Isto é, ao constituir fundo de investimentos, as partes buscariam o investimento como *efeito* essencial precípua? Assim registra Bruno Miragem, ao descrever o arranjo contratual subjacente aos fundos de investimento:

A adesão ao fundo de investimento tem natureza contratual. Deve atender o investidor às condições estabelecidas no regulamento para a subscrição e integralização das respectivas cotas. Trata-se de contrato de investimento, de natureza aleatória, em que o investidor adquire cota do fundo, mediante transferência de recursos pecuniários que servirão para a aquisição de ativos financeiros pelo administrador. Tais ativos serão destinados a formar o patrimônio do fundo. Obriga-se o administrador do fundo a bem investir os recursos, adquirindo ativos financeiros cuja valorização determine a valorização da própria cota do fundo, de propriedade do investidor.⁶⁵

Ou seja, nos termos supracitados, a atividade de investimento seria intrínseca a qualquer fundo de investimentos, constituindo a busca dos investidores por retorno financeiro o seu cerne teleológico, um rumo orientador dos deveres do administrador e do gestor. Em

⁶² Para se facilitar a compreensão, remeter-se-á à distinção delineada por Pothier: ver nota de rodapé nº. 41 *supra*.

⁶³ “O público, ao investir nos fundos, tem como objetivo conjugar seus recursos em busca de soluções de investimentos mais seguras e que lhe proporcionem rentabilidade e liquidez” (Nelson Eizirik *et al.*, 2008, p. 78); no mesmo sentido, “[n]esse contexto, ao longo dos últimos anos, em praticamente todos os países que possuem sistemas financeiros evoluídos, foram criados ou consolidaram-se diferentes mecanismos de investimento coletivo visando à diversificação e gestão dos riscos, dentre os quais se destacam os fundos de investimento” (CARVALHO, Mario Tavernard Martins de, 2012, p. 17).

⁶⁴ “Denomina-se ‘investimento’ a aplicação da poupança na produção” (BARRETO FILHO, Oscar, 1956, p. 50).

⁶⁵ MIRAGEM, Bruno, 2013, p. 438-439.

sentido análogo figuram as definições infralegais, como no art. 3º da Instrução CVM (“ICVM”) nº. 555/2014, que os regula de forma geral: “[o] fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, *destinado à aplicação em ativos financeiros*”.⁶⁶

De fato, a CVM volta-se à tutela da higidez do mercado brasileiro e de sua estrutura de valores mobiliários,⁶⁷ de forma que as normas que expede sempre possuem tal viés. Todavia, o intuito de obter retorno com os recursos aportados no fundo não pode ser confundido como um de seus *efeitos essenciais*. Pelo contrário, é possível afirmar que este objetivo se equipara ao *interesse concreto* que, via de regra, é perseguido com a subscrição de cotas de um fundo.

Como propõe Pietro Perlingieri, antes mencionado, o interesse concreto conformará os efeitos essenciais, impactando em sua qualificação. Não se trata o ‘investimento’, porém, de um de seus efeitos essenciais, mas sim do interesse individual eventualmente adotado pelas partes, do fim visado através de tais efeitos ou de sua função: questão de considerável subjetividade e, por isso, nem sempre aferível.

Ressalva-se que existem diversas outras formas que poderiam ser empregadas para se perseguir a mesma função concreta: a subscrição de valores mobiliários, como um todo, tem frequentemente o objetivo da futura obtenção de retornos. Logo, o interesse de investimento, por si só, seria insuficiente para qualificar o instituto em tela. Não é o intuito de investir que leva as partes a optarem por um fundo de investimentos, mas, sim, como se argumentará abaixo, as características legais peculiares a um fundo.

Adicionalmente, como se explicitará adiante, o investimento não mais é o único interesse preponderantemente exercido com a composição dos fundos de investimento.⁶⁸

⁶⁶ A ICVM nº. 555/2014 regula os fundos de investimento como um todo, excetuando-se no que as demais instruções estabelecem para os fundos estruturados ou ilíquidos – aqueles que são regulados por regras específicas: como os fundos de investimentos em participações, fundos de investimentos em direitos creditórios, fundos de investimento imobiliário, entre outros.

⁶⁷ Como indica o art. 2º da Lei 6.385/1.976, a autarquia se destina a tutelar especificamente os valores mobiliários ofertados publicamente, circunstância especialmente evidenciada por seu inciso IX, que funciona como espécie de “cláusula geral”: “quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

⁶⁸ Apenas a título ilustrativo, “[e]m alguns casos, falta o elemento teleológico que caracteriza a imputação dos fundos. Nestas hipóteses estamos perante fundos que não de investimento” (VEIGA, Alexandre Brandão da. *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário (Regime Jurídico)*. Coimbra: Almedina, 1999, p. 569).

Mesmo que à margem do supracitado art. 3º da ICVM 555/2014 (aspecto discutido adiante), o mercado tem utilizado a estrutura legal dos fundos para outros objetivos.⁶⁹

Resta, então, esclarecer quais seriam os efeitos essenciais aos fundos de investimento empregados pelas partes para perseguir seus interesses concretos (de investimento ou outros).⁷⁰

Em tal sentido, a doutrina comumente destaca que o intuito dos fundos de investimento gira precisamente em torno dos benefícios decorrentes de sua peculiar estrutura,⁷¹ que, se regulamentada junto à CVM, conta, como principais pontos, com (i) separação patrimonial (por força do art. 3º da ICVM nº. 555/2014), com relação aos bens de investidores, administrador e demais prestadores de serviço do fundo,⁷² permitindo que se captem recursos em massa, sem imputar os riscos de investimento aos prestadores de serviço do fundo e assegurando, por outro lado, que os próprios investidores se isolem dos riscos financeiros particulares a estes prestadores;⁷³ (ii) afetação patrimonial (estabelecida, entre outros, pelo art. 15 da supracitada ICVM), de modo que seus bens e direitos devem ser

⁶⁹ Inclusive, como se colocará a seguir (subcapítulo 3.1.1), diverge-se da posição de Bruno Miragem transcrita acima, qualificando o contrato firmado entre cotistas e administrador do fundo de investimentos como um contrato de *administração*, que conjugará diferentes obrigações de meio e de resultado. As atividades de investimento, que naturalmente compõem o cerne da esmagadora maioria dos fundos de investimento, possuem caráter aleatório, assim qualificando as principais obrigações do contrato; ao passo que atividades de custódia, controladoria etc., terão caráter firme.

⁷⁰ Preambularmente, se destacam os efeitos essenciais da categoria das entidades de investimento coletivo, descritos por Ricardo dos Santos Freitas: “A tarefa de conceituar as instituições de investimento coletivo envolve um processo de identificar as características que podem ser consideradas comuns a essas estruturas. São elas: a captação de recursos junto ao público, o agrupamento destes em uma universalidade de direito com repartição de riscos e a gestão profissional dos mesmos, com a finalidade de promover sua valorização” (FREITAS, Ricardo de Santos, 2006, p. 52).

⁷¹ “A possibilidade de aplicação em uma carteira de ativos diversificada, mediante a aquisição de cotas de fundos de investimentos constitui um dos fatores mais atrativos para os investidores. Com efeito, a diversificação dos investimentos em ativos de vários segmentos do mercado financeiro propicia que o rendimento satisfatório de determinados ativos compense a eventual baixa dos demais. Além disso, a administração profissional e especializada do fundo tende a gerar rendimentos maiores do que o investidor individualmente conseguiria obter, já que os profissionais atuantes na área dispõem de projeções, estudos e experiência que lhes permitem realizar aplicações com maior probabilidade de êxito. A liquidez, ao seu turno, advém da possibilidade de cessão, transferência ou resgate das cotas dos fundos, que, dependendo da sua natureza, poderão ocorrer a qualquer momento, bem como da composição da carteira de investimentos com ativos líquidos” (EIZIRIK, Nelson *et al.*, p. 78).

⁷² “A gestão proíbe ao administrador a prática de atos que possam gerar confusão entre seu patrimônio e o do fundo” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*, São Paulo: FGV Editora, 2015, v. 1, Tomo 2. p. 350).

⁷³ “O administrador e o gestor do fundo não podem, portanto, ser responsabilizados quando o investimento não for bem-sucedido, em virtude dos riscos inerentes aos investimentos realizados, sendo a álea característica importante do fundo” (PAVIA, Eduardo Cherez, 2016, p. 166).

geridos pelo administrador e gestor, na forma previamente estipulada em seu regulamento e política de investimentos;⁷⁴ (iii) administração e gestão por terceiros (em decorrência de diversas disposições da ICVM citada, notadamente seu art. 6º),⁷⁵ sempre em caráter profissional, e com a repartição de custos pelos investidores, a permitir a diluição de riscos e o acesso a diferentes produtos e mercados;⁷⁶ e (iv) estrutura despersonalizada (igualmente resultante de diversas disposições da ICVM nº. 555/2014, entre as quais arts. 3º e 11), com frações ideais representadas por cotas, a conferir liquidez, objetividade e dinamicidade próprias.⁷⁷

São, assim, aspectos que justificariam a recorrente adoção dos fundos de investimento no mercado de capitais brasileiro – e, da mesma forma, como emergente alternativa para promover outras funcionalidades. Observa-se, então, que seriam estes os efeitos essenciais

⁷⁴ “Enquanto gestor do fundo, o administrador deve a ele e seus cotistas os deveres fiduciários inerentes aos gestores de patrimônio de terceiro, não podendo praticar ato em conflito com os interesses do fundo e seus cotistas, os quais deverão receber do administrador o mesmo tratamento, aí entendidos a mesma transparência e volume de informações. [...] respondendo o administrador e o gestor, se houver, perante os cotistas, pela inobservância das políticas de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento do fundo” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo, 2015, p. 351-352).

⁷⁵ “O enorme sucesso dos desses mecanismos de captação de poupança popular mostrou uma significativa mudança o relacionamento entre o investidor inicia e o tomador final dos recursos. Isso porque, quando levamos em consideração as aplicações em ações ou debêntures, o relacionamento se dava, tradicionalmente, de forma direta entre o investidor e o investido. Assim, em uma emissão de ações, os subscritores dos papéis eram os seus tomadores finais. Com a criação dos fundos de investimento, estes passaram a representar um nível intermediário profissionalizado que atua entre o investidor final e o tomador final dos recursos. Ou seja, o subscritor de cotas em determinado fundo de investimento fornece os recursos financeiros para que sejam aplicados pelo gestor do fundo em imóveis, ações ou outro ativo que acompanha o objetivo de investimento do fundo. A partir desse momento o relacionamento com o ente investido se dá por intermédio do fundo aplicador, remanescendo a relação final constituída entre o fundo gestor e seus cotistas investidores” (MATTOS FILHO, 2015, p. 343).

⁷⁶ “Os fundos, para poderem ser compreendidos, não podem ser reduzidos a cada um destes fenómenos. Na sua aparente simplicidade são dos fenómenos mais complexos do mercado de valores mobiliários exactamente porque participam de todos eles. [...] Visam um *efeito de carteira* (de que o princípio de divisão de riscos é um desenvolvimento) na medida em que se visa diluir o risco obtendo o maior grau de mais valias, ou seja personalizando comportamentos financeiros. Finalmente enquadram-se num movimento geral de *conglobação de carteiras* em que se visam efeitos de escala, efeitos de escala esses que se traduzem frequentemente nesta ideia simples: o acesso a certos mercados e produtos, e em certas condições, depende da dimensão e profissionalização. O investidor comum não tem nem uma nem outra. As gestoras dos fundos fazem com que o investidor comum tenha acesso, na proporção da sua participação, a condições e mercados a que nunca poderia aceder” (VEIGA, Alexandre Brandão da, 1999, p. 20).

⁷⁷ Tal aspecto seria o mais polémico entre os ora listados como efeitos essenciais dos fundos de investimento. Todavia, como adiante se explicitará (v. subcapítulo 2.4), a deliberada opção por estrutura despersonalizada, e marcadamente distinta das sociedades, confere série de características aos fundos que podem ser desejadas especificamente pelas partes, como decorrências fiscais, distinções e facilitação registral, estrutura padronizada, diferenças contábeis, particularidades nas obrigações imputáveis ao administrador e demais prestadores de serviço do fundo, a ausência de elementos comuns à empresarialidade como o *affectio societatis*, o fundo de comércio, e mesmo a exclusão do âmbito das normas atinentes às sociedades.

decorrentes do negócio jurídico que os origina, a formar a mínima unidade que os caracteriza, procurada pelas partes para a consecução de tais fins.

A partir destas características, é possível delimitar a qual categoria jurídica geral corresponderiam os fundos de investimento: a do património separado (também comumente referida por autónomo ou especial). Esta é a posição sustentada por Alexandre Brandão da Veiga⁷⁸ e por Maria João Romão Carreiro Vaz Tomé, cujos apontamentos, ainda que se refiram ao direito português, seguem igualmente aplicáveis ao ordenamento pátrio:

Podendo estar e estando, em geral, despidos de personalidade jurídica, os fundos comuns de investimento correspondem, como se disse, a patrimónios autónomos (*Sondervermögen*). Têm, face ao património pessoal de cada um dos participantes, uma destinação especial e uma administração separada. Daqui decorre a separação entre património da sociedade gestora e património dos participantes. Esta autonomia patrimonial permite alcançar a segurança real dos participantes, mantê-los independentes das relações patrimoniais da sociedade gestora, impedir que os credores desta possam agredir esse património. Por outro lado, o facto de o património gerido ser um património autónomo constitui uma característica fundamental da estrutura da relação de participação. Da natureza unitária e autónoma do património decorre, forçosamente, a unidade ou indivisibilidade da prestação a que a sociedade gestora se obriga perante os participantes. Cada um dos participantes (na proporção das suas respectivas unidades de participação) é beneficiado, do mesmo modo, pela atividade da sociedade gestora a favor do fundo, assim como qualquer dano sofrido pelo património constitutivo do fundo se reflecte proporcionalmente, em igual medida, na esfera jurídica de cada um dos participantes.⁷⁹⁻⁸⁰

Ressalva-se que a missão dos juristas portugueses seria facilitada pela própria legislação do país, que expressamente reserva tal natureza aos fundos de investimento no art. 2º, ‘1’, ‘u’ do Regime Geral dos Organismos de Investimento Coletivo (anexo à Lei nº. 16/2015), conceituando-os como “os patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica,

⁷⁸ Alexandre Brandão da Veiga, 1999, p. 533-536.

⁷⁹ TOMÉ, Maria João Romão Carreiro Vaz. *Fundos de Investimento Mobiliário Abertos*. Coimbra: Almedina, 1997. p. 155-156. Ressalta-se, ainda, que a autora também analisa o enquadramento dos fundos de investimento, compreendidos enquanto patrimónios autónomos, nas teses da propriedade “em mão comum”, da propriedade fiduciária, e da compropriedade, a seguir abordadas. Porém, ao final, conclui que se tratam de comunhão de recursos (que, na presente composição, integram património separado), que podem ou não constituir compropriedade (TOMÉ, 1997, p. 184-186). Como se defenderá, porém, tal classificação far-se-á desnecessária, reconhecendo-se, na linha de Milena Donato Oliva, a natureza jurídica dos fundos de investimento como patrimónios separados – que, em condições ou tipologias específicas, podem ou não constituir propriedade fiduciária e compropriedade (não comundo, porém, como se sustentará, condomínio).

⁸⁰ Como elucida Eduardo Cherez Pavia (2016, p. 43-44), a posição de Maria João Vaz Tomé e Alexandre Brandão da Veiga é caracterizada como a teoria da ‘comunhão de bens não condominial’, rara na doutrina brasileira, que opta, em sua maioria, pela teoria do condomínio atípico (ver subcapítulo 2.3 *infra*). Àquela corrente ora se adere, reconhecendo os fundos como forma de património autónomo ou separado.

pertencentes aos participantes no regime geral de comunhão regulado no presente Regime Geral”.

Em contraposição, o já citado art. 3º da ICVM nº. 555/2014 define os fundos como “comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio”, motivo de relevante confusão entre a doutrina (e a própria autarquia), como se abordará no próximo subcapítulo.

No sentido da qualificação dos fundos de investimento como patrimônio separado, se coloca Milena Donato Oliva, que cuida de diferenciar o regime dos fundos de investimento em geral do caso específico do fundo de investimento imobiliário (abordado adiante):

Os fundos de investimento, assim, constituem patrimônio especial, e podem revestir, basicamente, dois tipos de estrutura, a saber, universalidade patrimonial de titularidade da administradora ou universalidade patrimonial de titularidade dos cotistas. Cuida-se de patrimônio autônomo, que não se confunde com o patrimônio geral dos cotistas ou da administradora. Os fundos de investimento titularizados pela administradora, que não constituem, à evidência, comunhão sobre o patrimônio, vez que a titularidade é exclusiva, se valem dos expedientes da separação patrimonial e da titularidade fiduciária. Já os fundos titularizados pelos cotistas, normalmente em comunhão, constituem patrimônio separado, em que a titularidade dos cotistas é funcionalizada à persecução do escopo do fundo, mas o exercício dessa titularidade, nos termos da legislação em vigor, fica atribuído à instituição administradora, cuja atuação vincula a coletividade dos cotistas, de sorte que avultam aqui as técnicas do patrimônio separado e da gestão do patrimônio por terceiro.⁸¹

É possível observar conclusão semelhante sustentada por Arnoldo Wald, ao afirmar que o fundo de investimentos constitui ‘condomínio *sui generis*’,⁸² por sua vez composto por “um patrimônio com destino específico, abrangendo elementos ativos e passivos vinculados a um certo regime, que os une, mediante a afetação dos bens a determinadas finalidades, que justifique a adoção de um regime jurídico próprio”.⁸³

Em entendimento análogo, se posiciona Melhim Namem Chalhub, citando o supracitado autor e afirmando que “[o] Fundo tem patrimônio autônomo, separado do patrimônio da sociedade administradora, permanecendo imune aos efeitos de eventual insolvência desta. Na sua configuração se pode reconhecer um condomínio de natureza especial, com patrimônio próprio, contabilidade específica, capacidade de representação em

⁸¹ Milena Donato Oliva, *Indenização devida ‘ao fundo de investimento’...*, p. 6.

⁸² A posição de diversos autores no sentido do ‘condomínio *sui generis*’ será melhor tratada no subcapítulo 2.3, a seguir.

⁸³ Arnoldo Wald. *Algumas considerações...*, p. 10. Ver, ainda, a nota de rodapé nº. 24 *supra*, destacando trecho do autor no qual este mitiga a importância da precisa definição da natureza jurídica dos fundos de investimento, reduzindo-a à questão semântica, desde que se reconheçam alguns de seus principais caracteres.

juízo e administração por uma espécie de *trustee*".⁸⁴ Tais posições, contudo, por mais próximas que na prática sejam do conceito de patrimônio separado, adotam a noção do condomínio enquanto categoria jurídica própria, a qual, dadas as devidas vênias, poderia apontar para a aplicação das normas do art. 1.314 e seguintes do Código Civil e da qual se discordará em subcapítulo seguinte.

Como já indicado nas passagens acima reproduzidas, os fundos de investimento apresentam unidade mínima de efeitos essenciais que inclui todos os caracteres da categoria dos patrimônios separados.⁸⁵ Cumpre, então, definir tal categoria, delimitando seus principais pontos de contato com os fundos de investimento, a fim de, posteriormente, verificar suas repercussões específicas nas relações próprias ao instituto.

O patrimônio separado pode ser conceituado como "o núcleo patrimonial pertencente a um sujeito que convive ao lado do patrimônio geral deste, submetido à disciplina jurídica própria, condizente com a finalidade a que se destina e que o unifica".⁸⁶ Prossegue Milena Donato Oliva, afirmando que, neste caso, "a mesma pessoa, física ou jurídica, titulariza mais de um patrimônio com autonomia – relativa ou absoluta – entre si".⁸⁷

Não se trata, portanto, de se cogitar de "patrimônio sem dono",⁸⁸ vez que tal patrimônio, no caso dos fundos de investimento, certamente terá titular: os cotistas, cuja

⁸⁴ CHALHUB, Melhim Namem. *Alienação Fiduciária: Negócio Fiduciário*. 5.Ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 385.

⁸⁵ Em antecipação à exposição que ora se realizará, veja-se a síntese de Milena Donato Oliva: "Desse modo, o patrimônio separado, assim como o geral, apresenta as seguintes notas características, já abordadas no capítulo anterior: (i) constitui universalidade de direito; (ii) é formado por situações jurídicas subjetivas ativas suscetíveis de apreciação pecuniária; (iii) traduz objeto de direito autônomo em relação a seus elementos; (iv) não sofre alteração com as mudanças de suas situações jurídicas ativas, sendo caracterizado pela elasticidade de seu conteúdo, o qual pode se comprimir ou se expandir sem que a configuração unitária do patrimônio se altere; (v) precisa de conteúdo para subsistir, apesar de constituir entidade autônoma, de modo que na ausência de situações jurídicas subjetivas ativas valoráveis economicamente não há universalidade patrimonial; (vi) é composto também pelos bens impenhoráveis; (vii) não abrange as situações jurídicas passivas, os bens futuros e os chamados direitos da personalidade; (viii) tem como sujeito aquele que titulariza as situações jurídicas subjetivas ativas que o compõem; (ix) guarda em relação à subjetividade o liame de esta ser o seu pressuposto de constituição; e (x) não se confunde com a esfera jurídica, encontrando-se nesta abrangido, haja vista compreender a esfera jurídica todas as situações jurídicas subjetivas de uma pessoa, sejam existenciais ou patrimoniais, ativas ou passivas" (OLIVA, Milena Donato. *Patrimônio Separado*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 227-228).

⁸⁶ OLIVA, 2009, p. 219.

⁸⁷ OLIVA, 2009, p. 219.

⁸⁸ "Patrimônio especial não deixa de ser, embora 'separado', um patrimônio. Assim, pertence sempre a um sujeito, pois já constatamos anteriormente que não existe patrimônio sem dono" (Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 146).

titularidade será expressada pela abstração das cotas representativas de frações ideais do fundo.⁸⁹ Deve-se consignar que existem inúmeras correntes doutrinárias em torno da teoria do patrimônio, notadamente as que se dividem entre personalistas, que não admitem patrimônio sem sujeito; e as objetivistas, que o aceitam.⁹⁰ Ainda assim, como já apontado, este debate não impactará as premissas do presente trabalho, uma vez que bastaria aceitar as bases das teses pluralistas, que admitem que uma pessoa titularize mais de um patrimônio, atendidas certas condições – notadamente, caso exista fim suficiente reconhecido em lei, a delimitar e a afetar os bens e direitos que o integram.⁹¹⁻⁹²

Se empregará o termo ‘patrimônio separado’ para fazer referência à massa patrimonial segregada dos demais bens e direitos de seu(s) titular(es), voltada a fim específico.⁹³ Seria, assim, uma manifestação das universalidades de direito, um gênero no qual estariam abarcadas diversas espécies previstas no ordenamento brasileiro, adiante justificadas: os fundos de investimento, o patrimônio separado *stricto sensu* (empregado na securitização de créditos imobiliários e com nome coincidente à categoria), o patrimônio de afetação, a massa falida, a herança, entre outras espécies que apresentem semelhante síntese de efeitos essenciais, e na qual possivelmente se enquadraria o *trust*, se incorporado ao ordenamento pátrio.

⁸⁹ Como ressaltado adiante, no caso específico dos Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs), os bens seguem como propriedade fiduciária titularizada por seu administrador, ante disposição do art. 6º da Lei nº. 8.668/1993.

⁹⁰ Permita-se remeter à profícua explanação de Milena Donato Oliva, *Patrimônio Separado*, notadamente às páginas 103-106.

⁹¹ “Consequentemente, mostram-se insubsistentes os corolários da indivisibilidade e da unidade do patrimônio, admitindo-se a existência de dois ou mais patrimônios, isto é, de duas ou mais universalidades de direito titularizadas pela mesma pessoa. Importante salientar, nesta direção, que nada há excepcional ou anormal nisto, precisamente porque não vigoram, no direito pátrio, os princípios da unidade e da indivisibilidade do patrimônio. Com o afastamento de tais princípios, afigura-se possível a existência de um patrimônio geral ao lado de patrimônios especiais. A unificação destes núcleos patrimoniais segregados ocorre em atenção ao fim a que se destinam, o qual, por sua relevância, justifica e reclama a criação de novas universalidades de direito, isto é, de centros autônomos de imputação objetiva. Expressivos autores, inclusive nacionais, concebem a possibilidade de a um mesmo sujeito pertencer mais de um patrimônio” (OLIVA, 2009, p. 223-224).

⁹² Da mesma forma, a doutrina que comenta os fundos de investimento reconhece: “Determinações legais prevendo a existência de patrimônio especial já estão hoje inseridas em diversos ordenamentos jurídicos, restando abandonada a teoria que propugnava o reconhecimento do patrimônio como unitário” (FREITAS, Ricardo de Santos, 2006, p. 146).

⁹³ Poderiam ser empregados outros termos para referir ao instituto, sinônimos – patrimônio de afetação, autônomo, especial. A nomenclatura adotada é justificada a seguir.

A possibilidade do patrimônio separado requer se aceite qualificar o patrimônio como uma universalidade de direito. Em outras palavras, como um centro autônomo de imputação objetiva, com características próprias legalmente reconhecidas e destacável de seu titular, condições postas para que se viabilize a consecução de sua função específica.⁹⁴ Tal classificação não se mostra, contudo, problemática entre a doutrina mais recente.⁹⁵

Aludida classificação não diverge do já estabelecido pelo legislador pátrio, notando-se que o art. 91 do Código Civil é expresso ao instituir que “[c]onstitui universalidade de direito o complexo de relações jurídicas, de uma pessoa, dotadas de valor econômico”. Como, ademais, conceitua Inocêncio Galvão Teles, a universalidade é “um complexo de coisas

⁹⁴ “O patrimônio, consoante se destacou no capítulo anterior, forma universalidade de direito, tendo em vista a opção legislativa de unificar o conjunto de situações jurídicas subjetivas ativas suscetíveis de apreciação pecuniária pelo fato de pertencerem a um mesmo sujeito, em atenção às funções que tal conjunto pode desempenhar, como, por exemplo, servir de garantia aos credores e ser objeto de usufruto. Por outras palavras, em razão da unidade subjetiva das situações jurídicas ativas dotadas de valor econômico, a lei erigiu o conglomerado destas a universalidade de direito, no intuito de viabilizar o alcance de determinadas funções, que só se mostram possíveis de serem realizadas satisfatoriamente por meio do regime próprio das universalidades” (OLIVA, Milena Donato, *Patrimônio Separado*, p. 217).

⁹⁵ “Em contraposição, universalidade jurídica é um conjunto de direitos ou de coisas e direitos, ou um complexo de relações jurídicas, economicamente apreciáveis, pertinentes a uma pessoa (art. 91). A herança e o patrimônio são casos típicos de universalidades jurídicas, que subsistem ainda que não constem de objetos materiais (como declarava expressamente o Código Civil de 1916, art. 57), porque a idéia fundamental da universalidade jurídica é um conjunto de relações de direito, e não propriamente as coisas sobre que recaem” (PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil: Introdução ao Direito Civil e Teoria Geral de Direito Civil*. 23.Ed. Rev. e atual. por Maria Celina Bodin de Moraes. Rio de Janeiro: Forense, 2009. V. I. p. 370). No mesmo sentido: “As coisas coletivas compreendem as universalidades de fato (por exemplo, o rebanho, uma biblioteca, uma galera de arte) e as universalidades de direito (o patrimônio, a herança, a massa falida, o fundo de negócio)” (Washington de Barros Monteiro, *Curso de Direito Civil: Parte Geral*. 6.Ed., São Paulo: Saraiva, 1968, p. 157). Também: “Encarado do ângulo de um determinado sujeito, o complexo de relações jurídicas ativas e passivas, com valor econômico, de que é titular, constitui seu patrimônio. Mas a unificação desse complexo de relações jurídicas ativas e passivas, efetuada por força de lei traduz-se no conceito de universalidade de direito. Emerge, dessas premissas, a conclusão de que o patrimônio tem o caráter de uma *universitas juris*” (BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do Estabelecimento Comercial*. 2.Ed., São Paulo: Saraiva, 1988. p. 52). Além disso: “Patrimônio é o conjunto de relações jurídicas economicamente apreciáveis de que o indivíduo é titular (CC. art. 91). Constitui-se numa universalidade de direito, quer dizer, a ordem jurídica considera-o como um todo unitário e coeso”, e “são universalidades de direito, por exemplo, a herança e o patrimônio geral e também os patrimônios especiais, que a lei disciplina como unidade para determinado fim, a massa falida, os bens do ausente, o dote, os bens conjugais” (AMARAL, Francisco. *Direito Civil: Introdução*, Rio de Janeiro: Renovar, 2003. p. 126 e 204). Veja-se, ainda, “[a] universalidade de direito consiste em unidades compostas de coisas e direitos, como o patrimônio, a herança” (SANTOS, J. M. de Carvalho. *Código Civil Interpretado*. 9.Ed., Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1964. p. 52). E, além disso, ver FREIRE, Milciades Mario de Sá. *Manual do Código Civil Brasileiro*. Rio de Janeiro: Jacintho Ribeiro dos Santos Editor, 1930. v. II. p. 464-465); e OLIVEIRA, Eduardo Ribeiro de. *Comentários ao Novo Código Civil*. In: TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (Coord.). Rio de Janeiro: Forense, 2008. v. II. p. 81.

jurídicas, pertencentes ao mesmo sujeito e tendentes ao mesmo fim, que a ordem jurídica reconhece e trata como formando uma coisa só”.⁹⁶

Ademais, Inocêncio Galvão Teles reitera que as universalidades de direito devem ser formadas (i) para a consecução de fim específico que, por sua vez, (ii) seja expressamente previsto em lei.⁹⁷ Com relação ao aspecto subjacente, vale recorrer a Francisco Amaral:

Distingue-se a universalidade da coisa composta porque esta resulta de uma união material, enquanto aquela é uma união ideal, formando uma entidade complexa que transcende as coisas componentes, com uma única denominação e um só regime jurídico, embora mantendo a individualidade prática e jurídica dos seus elementos. Enquanto a universalidade de fato é uma pluralidade de coisas móveis, reunidas pelo dono para uma destinação econômica, embora não reconhecida como unidade de direito, a universalidade de direito é um complexo de relações jurídicas que a lei considera unitariamente. Sua essência está na unidade. São universalidades de fato o rebanho, a biblioteca, a pinacoteca, o estabelecimento comercial.⁹⁸

Da mesma forma, Washington de Barros Monteiro sustenta que as “[c]oisas coletivas, ou universais, são as que embora constituídas de duas ou mais coisas singulares, se consideram, todavia, agrupadas num único todo (...) que tem individualidade distinta das unidades que o compõem”.⁹⁹ Em termos diversos, ainda que os bens e direitos integrantes da universalidade de direito mantenham sua individualidade, a própria coletividade assume identidade própria, possivelmente submetendo-se a regime legal específico definido em lei.¹⁰⁰

Como anota Inocêncio Galvão Teles, na universalidade há coordenação entre seus elementos, considerando que os mesmos “se encontram em *pé de igualdade*, não subordinados uns aos outros, como as pertenças em relação às coisas principais de que

⁹⁶ TELES, Inocêncio Galvão. *Das Universalidades*, Lisboa: Grandes Oficinas Gráficas Minerva, 1940. p. 173. Ainda, na mesma passagem, complementa o jurista: “Se dissermos que as universalidades são formadas de coisas jurídicas, já envolveremos nessa afirmação a ideia de que os seus componentes são objectos de direitos autónomos e, por outro lado, realidades com valor pecuniário”.

⁹⁷ *Op. cit.*, p. 133-136.

⁹⁸ Francisco Amaral, 2003, p. 204.

⁹⁹ *Op. cit.*, p. 156.

¹⁰⁰ Seguindo o raciocínio já exposto na nota de rodapé n.º 26, tem-se neste contexto outra manifestação da supracitada teoria dos sistemas ou da complexidade no campo do direito: o sistema complexo tem por característica, a partir da relação entre os elementos que o compõem (chamadas de sinergias), o efeito de *emergência* – noutras palavras, o conjunto adota identidade própria, submetendo-se a regras distintas das aplicadas a seus elementos, passando a integrar um sistema hierarquicamente superior (v. autores citados na nota de rodapé n.º 26).

dependem”.¹⁰¹ Ainda, o mesmo autor aponta para a necessidade de que a universalidade obtenha seu “reconhecimento por parte da ordem jurídica”¹⁰², ressaltando que o conjunto de bens deva exercer função específica, que o unifique enquanto universalidade, recaindo sobre o mesmo “uma relação jurídica, e na medida em que esta o afecte considerado ele na sua unidade”,¹⁰³ pois “não basta, para um complexo actuar como *universitas*, que em relação a ele se pratique ou produza um acto ou facto jurídico com efeitos globais: é preciso que esse acto ou facto jurídico seja de molde a gerar a transubstanciação da pluralidade em unidade”.¹⁰⁴

Da mesma forma, afirma Miguel Maria de Serpa Lopes que a “universalidade compõe-se de várias coisas singulares, reunidas para um determinado objetivo, formando um todo econômico, com função própria”.¹⁰⁵ Tal noção certamente não é nova, persistindo na doutrina há longo período.¹⁰⁶ Nesse sentido, teria o patrimônio as expressas funções de, por força de disposição legal, afetar os bens que o integram para, secundariamente, constituir a garantia geral de credores de seu titular¹⁰⁷ e, primariamente, promover a satisfação das demandas necessárias ao titular (no caso da pessoa natural, para a realização da dignidade da pessoa humana; e da pessoa jurídica, de seu objeto e função sociais).¹⁰⁸

¹⁰¹ TELES, Inocêncio Galvão, 1940, p. 152.

¹⁰² TELES, 1940, p. 154.

¹⁰³ TELES, 1940, p. 158.

¹⁰⁴ TELES, 1940, p. 159.

¹⁰⁵ LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de Direito Civil*. 4. Ed., Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1962. p. 24.

¹⁰⁶ “Le cose composte, le cui parti costitutive sono fra loro corporalmente connesse, o formano in questa unione un nuovo tutto a carattere unitario, o non formano un tutto di tal fatta, di modo che non viene ad esistere, se non quanto esisteva prima dell’unione, salvo che si hanno più cose aggregate invece di più cose disaggregate. Se esse formano un nuovo tutto a carattere unitário, può, come nella universalità di cose, verificarsi un doppio rapporto giuridico” (Bernhard Windscheid, *Diritto Delle Pandette*, V. 1, Carlo Fadda e Paolo Emilio Bensa (trad. e comentários), Turim: Unione Tipografico-Editrice, 1930. p. 5). Em tradução livre: “As coisas compostas, cujas partes constituintes estão fisicamente ligadas entre si, ou formam nesta união um novo todo, com um caráter unitário, ou não formam um todo desse tipo, de modo que não venham a existir de forma distinta da que existiram antes da união, a menos que, com a união, se tenha mais coisas agregadas que coisas desagregadas. Se é formado um novo todo a caráter unitário, é possível, como na universalidade de coisas, ter um duplo regime jurídico”.

¹⁰⁷ Em tal direção, ver Milena Donato Oliva, *Patrimônio Seprado*, p. 185.

¹⁰⁸ Ao passo que a realização da dignidade da pessoa humana possui matriz constitucional, como impõe o art. 5º da Constituição Federal de 1988, vertendo-se seu patrimônio naturalmente a tal direção (a justificar, por exemplo, a alocação de pensão no caso de insolvência civil, suficiente a atender às suas necessidades existenciais – art. 785 do CPC/1973, ainda vigente), a aplicação do patrimônio da pessoa jurídica no sentido da consecução de seu objeto social se encontra justificada por dispositivos como o art. 50 do Código Civil, e o art. 47 da Lei nº. 11.101/2005. Ademais, note-se que o art. 164 do Código Civil exime da fraude contra

Todavia, Inocêncio Galvão Teles não defende que a lei deva taxativamente prever a formação e a função exercida pelas universalidades, para que sejam assim reconhecidas – seria suficiente apenas um “reconhecimento *abstracto* e *indeterminado* para todas as universalidades em geral”,¹⁰⁹ desde que o fim para o qual são constituídas não seja expressamente vedado em lei, ou não contrarie o ordenamento.¹¹⁰ Em síntese, então, é possível resumir o raciocínio do jurista português, ao reconhecer nas universalidades a necessidade de fim comum atingido através da organização horizontal de seus diferentes elementos, que aos mesmos conceda unidade própria, para além da mera soma de suas partes integrantes.

Curiosamente, a regulação dos fundos de investimento – inclusive, as regras que preveem a segregação patrimonial que lhes é característica, e também sua finalidade de afetação – é inteiramente prevista em atos infralegais editados pela CVM,¹¹¹ circunstância que não escapa à crítica doutrinária.¹¹² Todavia, é assente que tal peculiar circunstância permite à CVM adaptar a regulação de forma dinâmica às circunstâncias de mercado,¹¹³⁻¹¹⁴ e que teria

credores (instrumento de proteção da garantia dos credores) os atos necessários à preservação do estabelecimento comercial ou da subsistência da pessoa física e de sua família – indicando, assim, que tais finalidades exercidas pelo patrimônio são centrais, prioritárias sobre a função de garantia dos credores.

¹⁰⁹ TELES, 1940, p. 156.

¹¹⁰ TELES, 1940, p. 157. Tal ponto será melhor explorado posteriormente – ver subcapítulo 4.2 *infra*.

¹¹¹ Com a notória exceção dos fundos de investimento imobiliários que, apesar de sujeitos à ICVM nº. 472/2008, são regulados por lei própria, nº. 8.668/1993. Tal excepcionalidade decorreria de circunstâncias próprias, sendo possível cogitar das limitações próprias da lei registral com relação à propriedade imobiliária. Ademais, o instrumento recebeu atenção política na época, alterando a tendência histórica de restrição dos fundos mútuos de investimento, limitados ao investimento em ativos mobiliários; para além do fato da previsão legislativa incluir também normas de caráter tributário, requerendo discussão específica a nível legislativo (DIAS, Luciana; TRANCOSO, Maria Clara. Panorama dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil. In: HANSZMANN, Felipe (org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016. p. 243-245).

¹¹² “De outro lado, é de se prestar atenção ao fato de que os fundos de investimento são objeto de regulação quase que exclusivamente por meio de atos administrativos emanados da CVM e alguma coisa originada de comandos do Conselho Monetário Nacional. Esse fato dá ao órgão regulador do mercado de valores mobiliários uma capacidade normatizadora pouco vista nos ordenamentos nacionais” (MATTOS FILHO, 2015, p. 344). Ainda, é ver-se: “Ademais, a CVM não poderia dispor que se trata de um condomínio e, ao mesmo tempo, contrariar uma série de normas imperativas que dispõem acerca deste instituto. Nesse diapasão, não teria a CVM competência para criar um condomínio dito *sui generis*. A instrução normativa não pode contrariar a legislação vigente” (CARVALHO, Mario Tavernard Martins de, 2012, p. 185). Veja-se também Saint-Clair Diniz Martins Souto, 2016, p. 66.

¹¹³ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo, 2015, p. 344).

¹¹⁴ Foi movimento visto, por exemplo, com os Fundos de Investimento Imobiliário: antes da revisão da respectiva instrução da CVM, em 2008, subsistia dúvida no mercado a respeito dos investimentos permitidos,

base legal,¹¹⁵ ainda que de teor relativamente genérico, na Lei nº. 6.385/1976 (a “Lei do Mercado de Valores Mobiliários”)¹¹⁶ e na Lei nº. 4.595/1964 (a “Lei do Sistema Financeiro Nacional”, ou “SFN”),¹¹⁷ e fundamento na Lei nº. 4.728/1965 (a “Lei do Mercado de Capitais”).¹¹⁸

Sem embargo, contudo, da previsão esparsa e inespecífica no texto legal, tal técnica normativa não escaparia à supracitada conclusão de Inocêncio Galvão Teles a respeito da taxatividade “aberta” das universalidades de direito, servindo os atos infralegais para

o que levou a CVM a criar rol mais específico, atendendo à maior demanda por financiamento de um mercado aquecido de financiamento imobiliário e de construção civil – consequentemente, a captação de recursos por tais fundos disparou após a segurança jurídica proporcionada pela mudança regulamentar (DIAS, Luciana; TRANCOSO, Maria Clara, 2016, p. 237-239).

¹¹⁵ “Vale ressaltar que o autor defende que lei especial pode ser qualquer ato normativo que não o Código Civil, inclusive as instruções da CVM, uma vez que fundamentadas em poder conferido pelo CMN, o qual, por sua vez, está baseado em lei que tem seu fundamento na Constituição Federal” (PAVIA, Eduardo Cherez, 2016, p. 45).

¹¹⁶ Nos termos de seu art. 2º, V, as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários são valores mobiliários e, portanto, sujeitos à competência da CVM, restando o alcance também expresso no art. 9º, I, ‘c’, cumulando-se, ainda, à autoridade da autarquia federal com relação ao exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários de terceiros (art. 23); e a competência geral sobre cláusulas e condições que devam constar de contratos de investimento destinados à distribuição pública (art. 2º, § 3º, IV) – o que suscita a discussão dos fundos de investimento não registrados na CVM (v. subcapítulo 2.5 abaixo).

¹¹⁷ O Conselho Monetário Nacional (“CMN”) possui competência, nos termos do art. 4º, XXI, desta lei, para disciplinar as atividades dos corretores de “fundos públicos”, restando fixada, também, a obrigação destes em fornecer informações ao Banco Central do Brasil – “BACEN” (art. 37). Antes, a competência para regular os fundos de investimento era atribuída ao BACEN, desde a edição da Resolução CMN nº. 145/1970, primeira a prever expressamente a figura dos fundos de investimento, como hoje conhecidos. Foi a Lei nº. 10.303/2001, que alterou a supracitada Lei nº. 6.385/1976, prevendo expressamente a natureza das cotas dos fundos de investimento como valores mobiliários, que trouxe a regulação destes ao alcance da CVM, que esclareceu a circunstância, centralizando sua competência e afirmando recepcionar a regulamentação antes expedida pelo BACEN, em sua Deliberação nº. 461/2003. A controvérsia foi definitivamente afastada com a edição da Decisão-Conjunta BACEN-CVM nº. 10 e o Convênio entre ambas as autarquias, datado de 5.7.2002, no qual se reconhece a competência da CVM para regular os fundos de investimento (ver Mario Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 72-75). Até então, a indefinição que cresceu ao longo da década de 1990 gerou confusão, prejudicando o mercado (FREITAS, Ricardo de Santos, 2006, p. 94).

¹¹⁸ Nos termos desta lei, o BACEN possui competência para autorizar a administração de ‘fundos em condomínio’, aos bancos de investimento de natureza privada, atendidas as condições estipuladas pelo CMN (art. 29, V), também podendo conceder a mesma autorização às sociedades de investimento (art. 49, II). Fato ainda mais relevante talvez seja a breve disposição legislativa a respeito dos fundos no art. 50 desta lei, tornando obrigatória a administração de carteira de fundos por companhia de investimentos, observadas as normas expedidas pelo CMN (§ 1º), a obrigatoriedade de realizar assembleia ordinária dos cotistas anualmente para aprovação das contas (§ 2º), auditoria por auditor independente, registrado no BACEN (§ 3º), e a emissão de cotas sob as formas nominativa, endossável ou ao portador, podendo ser escriturais (§ 4º). Como já indicado (v. nota de rodapé nº 119 *supra*), com a edição da Lei 10.303/2001, que previu expressamente a natureza das cotas de fundos de investimento como valores mobiliários, a própria CVM e o BACEN passaram a reconhecer a competência superveniente daquela para regular os fundos de investimento, objeto também da Resolução CMN nº. 3.554/2005.

normatizar a tipologia dos fundos de investimento e garantir densidade ao conteúdo da previsão abstrata. Mesmo assim, poderia ser mais adequado (por ser questão própria do Direito Civil e às minúcias da parte geral do Código Civil, com impacto que transborda o mercado de capitais) que fossem previstas ao menos as características atinentes à segregação patrimonial dos fundos em nível legislativo, ainda que sua regulamentação específica possa ser atribuída à CVM.¹¹⁹

No entender do mesmo jurista, a titularidade sobre a universalidade (e os bens e direitos que a compõem) pode pertencer a uma soma de pessoas – o que reitera, ao comentar especificamente a respeito do patrimônio e dos centros patrimoniais, aos quais expressamente confere a natureza de universalidade de direito.¹²⁰ Nesse sentido, Inocêncio Galvão Teles sustenta apenas a necessidade dos bens integrantes de universalidade possuírem igual titularidade (sendo também a universalidade propriamente dita, ou seja, o conjunto de tais bens, titularizada pela(s) mesma(s) pessoa(s)).¹²¹ Tal arranjo demonstra-se perfeitamente compatível com a estrutura dos fundos de investimento, uma vez que as cotas representam ‘frações ideais’ do patrimônio do fundo e, portanto, implicam na titularidade conjunta destes bens e direitos; questão reforçada pelo art. 11 da ICVM n.º 555/2014,¹²² que impõe se confirmem iguais direitos e obrigações aos cotistas, em idêntica posição de titularidade sobre todo o patrimônio do fundo, detida na proporção de sua participação e exercida coletivamente.

Nesse aspecto, há configuração que pode aparentar excepcional aos fundos de investimento, cuja participação é sintetizada por cotas. Na forma ressaltada adiante, tal circunstância peculiar motivaria algumas das controvérsias incorridas pela doutrina pátria.

¹¹⁹ No mesmo sentido, veja-se Ary Oswaldo Mattos Filho, 2015, p. 386-387.

¹²⁰ “Cumpre aqui somente esclarecer que, falando de patrimônio, queremos reportar-nos, não apenas ao patrimônio das *pessoas singulares* ou *colectivas*, como também ao de certas *coletividades* que, tendo dívidas próprias e portanto um patrimônio privativo, não são contudo elevadas por lei à categoria de entes únicos e abstratos. Contrastando com a noção de *patrimônio individual*, pertencente a uma *pessoa unitária*, surge assim a noção de *patrimônio colectivo*, pertencente a uma *soma de pessoas*” (TELES, 1940, p. 223).

¹²¹ “Como primeiro traço unificador e individualizados do complexo que está na base das universalidades deve considerar-se a *comunhão de pertença*, ou seja, a identidade de titular dos bens ou direitos que naquele mesmo complexo se compreendem. É claro que esse titular comum dos elementos será também titular do conjunto, isto é, proprietário da universalidade. [...] Carece do mínimo fundamento a afirmação de que, nas universalidades de coisas corpóreas, podem algumas de tais coisas ser de pessoa diferente daquela que tem a propriedade das demais. [...] De qualquer modo, portanto, se conclue ser falso que possa haver (fora do instituto da compropriedade) casos de pluralidade de proprietários na base de uma só e mesma *universitas*” (TELES, 1940, p. 138-140).

¹²² “As cotas do fundo correspondem a frações ideais de seu patrimônio, são escriturais, nominativas, e conferem iguais direitos e obrigações aos cotistas”.

Nada há, todavia, de estranho no fato de a titularidade de comproprietários sobre um patrimônio separado ser abstraída através da escrituração de cotas, fato que não altera a sua qualificação. Inicialmente, cumpre notar que diversas hipóteses concretas de patrimônios separados no ordenamento nacional, como os patrimônios de afetação¹²³ e a massa falida,¹²⁴ dispensam a representação da titularidade por cotas por sempre possuírem titularidade singular (na primeira, da incorporadora ou de sua sociedade de propósito específico constituída para certo empreendimento; na segunda, do falido). Em outras, como no patrimônio separado (“*stricto sensu*”, firmado no âmbito da securitização de créditos imobiliários)¹²⁵ e nos casos de depósito de valores mobiliários¹²⁶ ou de subscrição de cotas de fundos de investimento por conta e ordem,¹²⁷ também há desnecessidade desta estrutura, vez que a titularidade também seguirá singular, mas em caráter fiduciário (naquela, de companhia securitizadora; nesta, na de instituição custodiante, depositária ou distribuidora dos valores mobiliários).

¹²³ CHALHUB, Melhim Namem, *Alienação Fiduciária: Negócio Fiduciário*. 5.Ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 88.

¹²⁴ OLIVA, Milena Donato. *Patrimônio Separado*, 2009, p. 290 e seguintes. Ver, ainda: “A expressão ‘massa falida’ encontra-se na lei em dois sentidos diferentes: subjetivo e objetivo. A massa falida subjetiva (também chamada de *massa passiva* ou *dos credores*) é o sujeito de direito despersonalizado voltado à defesa dos interesses gerais dos credores de um empresário falido. Ressalte-se, ela não é pessoa jurídica, apta à prática dos atos jurídicos em geral, mas um sujeito de direito despersonalizado que apenas pode praticar atos compatíveis com as suas finalidades”. (COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*. 11.Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 414-415).

¹²⁵ “O patrimônio em separado guarda semelhanças com o patrimônio de afetação, mas os institutos não se confundem. Com a Medida Provisória 2.221/2001, o regime criado para o patrimônio de afetação não foi suficiente para segregar completamente o patrimônio afetado do restante em casos de falência ou de recuperação judicial da incorporadora, uma vez que autorizava a utilização de bens afetados para fins diferentes daquele visado com a afetação [...] Uma vez que, como mencionado, o CRI é emitido com lastro em crédito imobiliário submetido a regime fiduciário que permite segregar esse patrimônio da totalidade dos créditos, o resultado prático imediato que se tem é a incomunicabilidade para todos os efeitos do patrimônio do empreendimento com o patrimônio da securitizadora. Diferentemente do CRI simples, nesse caso, o patrimônio da securitizadora não responde pela solvência e liquidez do título, conforme se extrai do art. 11 da Lei 9.514/1997, que lista os efeitos operados pela instituição do regime fiduciário. De igual modo, não deve tal crédito ser tomado como ativo da companhia, impedindo a investida de credores” (André Chateaubriand Martins e Gabriel José de Orleans e Bragança, *O Instituto do Patrimônio em Separado na Recuperação Judicial Brasileira* in *Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, v. 6, out-dez/2017. p. 2 e 5).

¹²⁶ Com esta expressão, se faz referência às diversas modalidades de depósito de valores mobiliários, como o depósito de ações, previsto no art. 34 da Lei das S.A. (que, nos termos do art. 31 da mesma lei, segue como “propriedade fiduciária” da instituição depositária, e mantendo-se segregadas do patrimônio desta, consoante o art. 43, § 2º da mesma), o depósito de debêntures, disposto no art. 63, § 1º, daquela lei, o depósito de cédula de crédito bancário, disposto no art. 43 da Lei nº. 10.931/2004 (que também seguem em regime de segregação patrimonial, na forma do § 2º desta lei), entre outros.

¹²⁷ Prevista no art. 30 e seguintes da ICVM nº. 555/2014, igualmente abarcada por segregação patrimonial, conforme seu art. 32.

Existe, contudo, hipótese específica e há muito consolidada no ordenamento brasileiro de patrimônio separado cuja titularidade plúrima segue representada por cotas: a herança.¹²⁸ Conforme o chamado princípio da *saisine*,¹²⁹ consagrado na legislação pátria pelo art. 1.784 do Código Civil, com a morte do *de cujus*, os herdeiros adquirem de imediato a posse e a propriedade dos bens que compõem o acervo hereditário; e respondem por débitos do falecido (ou seja, vinculados a tal patrimônio) apenas até o limite de seu valor (art. 1.792 do Código Civil).¹³⁰ Como exposto por Milena Donato Oliva, aludida segregação patrimonial, que apenas encerra com a liquidação da herança e a extinção dos débitos do *de cujus*, confirma o enquadramento da herança como um patrimônio separado.¹³¹

Assim, observa-se que, existindo mais de um herdeiro, os direitos hereditários serão representados por cotas (art. 2.023 do Código Civil),¹³² que podem, inclusive, ser objeto de cessão (art. 1.793 e seguintes). Ademais, tais cotas não representam bens específicos da massa hereditária, apenas frações ideais correspondentes a parcelas do valor destes bens, apurados em partilha (como se nota a partir do art. 1.793, § 3º, da mesma lei). No sentido dos arts. 1.797 e 1.991 do Código Civil, a herança será ordinariamente administrada pelo inventariante:

¹²⁸ Milena Donato Oliva, *Patrimônio Separado*, p. 279-290. Em igual sentido: “A herança, que é uma *universitas juris* (código civil, art. 57), representada pelo inventariante (código de processo civil, art. 85), tem legitimação para exercer todos os direitos decorrentes das relações jurídicas de que o defunto era titular. A comunhão hereditária persiste até que se verifique a adjudicação ou partilha do espólio” (BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do Estabelecimento Comercial*. 2.Ed. São Paulo: Saraiva, 1988. p. 240).

¹²⁹ “Daí ter a doutrina fixado por volta do século XIII, diversamente do sistema romano, o chamado *droit de saisine*, que traduz precisamente este imediatismo da transmissão dos bens, cuja propriedade e posse passam diretamente da pessoa do morto aos seus herdeiros: *le mort saisit le vif*. [...] A abertura da sucessão dá-se com a morte, e no mesmo instante os herdeiros a adquirem. Em nenhum momento, o patrimônio permanece acéfalo. Até o instante fatal, sujeito das relações jurídicas era o *de cujus*. Ocorrida a morte, no mesmo instante são os herdeiros. Se houver testamento, os testamentários; em caso contrário, os legítimos. Verifica-se, portanto, imediata mutação subjetiva. Os direitos não se alteram substancialmente. Há substituição do sujeito. Sub-rogação pessoal *pleno iure*” PEREIRA, (Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil: direito das sucessões*. 21.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. v. VI. p. 15-16). No mesmo sentido, veja-se: “Antes da aceitação, todos os direitos – reais ou pessoais – estão transferidos, no momento da morte. A herança não jaz sem dono, de jeito que o conceito de herança jacentes mudou. Quando no tempo em que espera o nascimento do herdeiro concebido, ou de alguma decisão sobre a legitimação ativa de alguém à herança, ou em que se aguarda a personificação de sociedade ou fundação, criada pelo decujo, ou outro ato que acaso seja necessário, a herança já é de alguém: apenas não se sabe se é o beneficiado pela lei, ou pelo testamento, ou se algum dos herdeiros legítimos, ou de outrem, que é herdeiro legítimo, ou de herdeiros testamentários” (Pontes de Miranda. *Tratado de direito privado: parte especial, direito das sucessões*, tomo LV, São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012. p. 63-64).

¹³⁰ Referida previsão aponta a uma separação patrimonial perfeita, como adiante se discutirá.

¹³¹ Pontes de Miranda, 2012, p. 289-290.

¹³² Art. 2.023 do Código Civil: “Julgada a partilha, fica o direito de cada um dos herdeiros circunscrito aos bens do seu quinhão”.

assemelhando-se, também nesse aspecto, aos fundos de investimento, nos quais o patrimônio de titularidade dos cotistas é administrado por terceiro.

Nessa esteira, as cotas apenas representariam partes ideais que serão vertidas em numerário após a sua liquidação (e, no caso dos fundos de investimentos abertos, seu resgate). Há, assim, indivisibilidade jurídica, compropriedade *pro indiviso* que persiste até o momento da liquidação ou resgate de cotas.¹³³ Tal bem – a universalidade de direito unitariamente considerada e, no contexto dos fundos de investimento, a *comunhão de recursos*, – não é de fato indivisível, ressaltando-se que, em regra, os fundos de investimento sempre aplicam recursos em ativos com certo nível de liquidez e dotados de valor econômico apurável.¹³⁴⁻¹³⁵

Inclusive, há obrigação do administrador em procurar manter recursos e ativos de liquidez suficiente para atender aos pedidos de resgate (se o fundo for da espécie aberta) dentro do cronograma estipulado em regulamento (art. 91, I, da ICVM nº. 555/2014), a demonstrar a preocupação em manter a divisibilidade de fato da massa patrimonial do fundo.

Mesmo os fundos de tipo fechado comportarão a divisibilidade, no evento de sua liquidação.¹³⁶ As cotas, portanto, representam apenas a temporária indivisibilidade *de jure* (mas não *de facto*) da massa patrimonial do fundo de investimentos.¹³⁷⁻¹³⁸

¹³³ “Segundo esta concepção, cada participante tem um direito de propriedade sobre os bens do fundo, proporcional à sua quota de participação e qualitativamente igual aos dos outros participantes, e naturalmente limitado por eles. Cada participante pode exigir o reembolso do respectivo valor em dinheiro, dessa forma podendo alienar o direito. Em suma, tratar-se-ia de uma pluralidade de direitos de propriedade iguais sobre os bens constitutivos do fundo, limitados uns pelos outros, podendo cada titular dispor da sua quota, embora, muito frequentemente, se limite a liquidá-la através do resgate da respectiva unidade de participação” (TOMÉ, Maria João Romão Carreiro Vaz, 1997, p. 161).

¹³⁴ “Já se viram acima, falando dos aspectos econômicos dos Fundos de Investimentos, as vantagens decorrentes da massa patrimonial ou carteira de valores formada com as aportações dos numerosos participantes. O Fundo alcança uma segurança, liquidez e rentabilidade diretamente proporcionais ao seu crescimento. Por isso ao objeto — massa patrimonial — convém a unidade; para atingir o seu destino. A carteira do fundo permanece unida, comportando-se como uma ‘res connexa’” (ALONSO, Félix Ruiz. *Os fundos de investimento. Condomínios mobiliários in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 1, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1971, p. 243-244).

¹³⁵ Ver art. 95 da ICVM nº. 555/2014.

¹³⁶ Ver art. 138 da ICVM nº. 555/2014.

¹³⁷ “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 à quantidade de moeda corrente nacional equivalente àquela parte ideal” (Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 97).

¹³⁸ “A divisão, embora de caráter atributivo, obviamente, não se contrapõe à unidade patrimonial do Fundo. Teremos, por um lado, a propriedade autônoma de cada participante à sua quota, e por outro a compropriedade de todos a respeito do condomínio, globalmente considerado. Um participante não é proprietário do todo,

Verifica-se, assim, situação análoga à das sociedades limitadas, nas quais, inobstante a divisibilidade de sua massa patrimonial, as cotas representativas de seu capital social não comportam resgate, salvo situações excepcionais, como por deliberação dos sócios ou pela dissolução parcial de sociedade. As cotas emitidas por fundo de investimentos, enquanto valores mobiliários com conteúdo patrimonial, comportarão penhora e liquidação por credores particulares do cotista, os quais apenas não poderão atacar diretamente o patrimônio do fundo.

Como antes assinalado, o patrimônio separado constituiria categoria própria (massa patrimonial destacada de seu(s) titular(es), afetada ao atingimento de fim específico), que, por sua vez, poderia ser qualificada como sendo uma universalidade de direito.

Contudo, o patrimônio separado inclui características próprias, as quais tornarão obrigatória a sua expressa previsão pelo ordenamento. Em igual sentido ao exposto com relação a qualquer universalidade de direito, a doutrina reconhece a necessidade de que tal patrimônio apartado abarque finalidade específica, que o direcione de forma unitária.¹³⁹⁻¹⁴⁰ Todavia, o patrimônio separado possui característica específica: configurando-se como centro autônomo de imputação objetiva, tem como razão primordial determinado fim¹⁴¹ que, como exposto, o direciona, o unifica e o justifica. Assim, tal patrimônio rege-se por regime distinto, renegando os credores de seu titular, até que seja atingida a função para a qual foi direcionado, a qual lhe afetou.¹⁴² Esta seria, inclusive, premissa para que seu fim seja plenamente atingido,

mas apenas titular duma parte. Todos os participantes são proprietários do todo” (ALONSO, Félix Ruiz, 1971, p. 244).

¹³⁹ “[O] ângulo de análise deixa de ser a titularidade do sujeito em relação ao patrimônio em prol da finalidade do desempenhada pela universalidade patrimonial afetada, apta a realizar funções merecedoras de tutela, para além do sujeito e de sua responsabilidade. Cuida-se, dessa forma, de núcleos funcionalmente organizados de modo autônomo tendo em vista determinada atividade” (Milena Donato Oliva, *Patrimônio Separado*, p. 221).

¹⁴⁰ Da mesma forma, segue a doutrina de Melhim Nemem Chalhub: “[N]a medida em que o envolver das necessidades econômicas e sociais passem a recomendar a tutela especial de determinados interesses, mediante criação de massas especiais para cumprimento de finalidades específicas, tais como uma específica exploração econômica e a constituição de garantia, entre outras, pela qual esses acervos ficam vinculados à realização de determinada função” (Melhim Namem Chalhub, *Trust...* p. 118).

¹⁴¹ Assim reconhece o supracitado autor Melhim Nemem Chalhub, que, por ser expressamente *unitarista* com relação à teoria do patrimônio, demonstra também a compatibilidade das presentes conclusões com aludida linha: “[D]eterminados bens seriam destinados a alguma finalidade especial e, para alcançar tal finalidade, esses bens seriam objeto de destaque especial no patrimônio do seu titular, passando a integrar uma espécie de patrimônio autônomo; não se trata de cisão para se criar um novo patrimônio, distinto do patrimônio do titular, mas, sim, da atribuição de uma autonomia funcional, por causa da destinação desses bens; é necessário, enfim, que os bens afetados cumpram determinada função” (CHALHUB, 2017, p. 119-120).

¹⁴² “[T]êm-se massas *funcionalmente organizadas de modo autônomo, tendo em vista determinada exploração econômica*, que constituiriam *núcleos patrimoniais diversos, ou patrimônios especiais, em sentido funcional*, em suma, *massas de bens que constituem, dentro de um patrimônio geral, verdadeiras universalidades de*

evitando que fins estranhos, a partir dos quais decorreriam os vínculos com os credores particulares de seu titular, afetem a consecução da finalidade para o qual fora formado.

Seguindo idêntica direção, e apesar da posição unitarista com relação ao patrimônio, Caio Mario da Silva Pereira afirma que esta afetação patrimonial deve implicar na *imobilização* do patrimônio, como consequência de sua afetação para certa finalidade, a qual o unifica enquanto universalidade, afirmando também que a mesma deva sempre ter sua fonte na lei.¹⁴³

Dessa forma, a doutrina reconhece a necessidade de lei específica que preveja tal separação,¹⁴⁴ não apenas no sentido de direcionar a afetação, mas também de promover o isolamento dos recursos afetados do escopo de garantia exercido pelo patrimônio do titular como um todo, atraindo, então, um regime jurídico específico, que afetará diretamente os interesses de terceiros, estranhos à sua realidade.¹⁴⁵ Assim explicita Milena Donato Oliva:

É de se ter presente que unificação ideal de situações jurídicas ativas para a promoção de determinado escopo atrai regime jurídico específico que atinge não só os interesses de seu titular como os de terceiros. Isso porque tem como efeito necessário responderem tais situações somente por dívidas pertinentes à finalidade da unificação, a qual, além disso, serve de parâmetro para que se verifique a validade dos atos praticados pelo titular da massa patrimonial segregada. A afetação de situações ativas erigidas em universalidade de direito para o alcance de certo fim é oponível ao titular e, na medida determinada pela lei, aos terceiros. Por tal razão, a autonomia privada não pode promover a separação jurídica de direitos, com todas as

direito, e cuja sub-rogação real e função de garantia se efetuam de forma autônoma” (CHALHUB, 2017, p. 121-122).

¹⁴³ “Não importa a *afetação* na disposição do bem, e, portanto, na sua saída do patrimônio do sujeito, mas na sua imobilização em função de uma *finalidade*. Tendo em sua fonte essencial na lei, pois não é ela possível senão quando imposta ou autorizada pelo direito positivo, aparece toda vez que certa massa de bens é sujeita a uma *restrição* em benefício de um fim específico” (PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Instituições de Direito Civil: Introdução ao Direito Civil e Teoria Geral de Direito Civil*, 23.Ed. rev. e atual. por Maria Celina Bodin de Moraes, Rio de Janeiro: Forense, 2009. V. I. p. 341). Veja-se, ainda, em obra do mesmo autor: “A destinação de certos bens ou certo núcleo patrimonial a determinada finalidade importa em reservá-los a certo grupo de credores, mediante vinculação do respectivo ativo para satisfação dos créditos desses credores, com exclusão dos demais credores do patrimônio geral do devedor” (PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Condomínio e Incorporações*, 12.Ed., atualizado por Melhim Namem Chalhuh e Sylvio Capanema de Souza, Rio de Janeiro: Forense, 2016).

¹⁴⁴ “Mas é o caso de observar ser, a constituição da pessoa jurídica (ou do patrimônio separado), uma consequência particular decorrente da ordem jurídica” (ASCARELLI, Tullio, 1969, p. 262).

¹⁴⁵ “Afinal, na constituição do patrimônio separado em consequência da constituição da sociedade há, quanto no aspecto patrimonial, a constituição como que de um privilégio a favor daqueles que venham a ser credores da sociedade (nos confrontes dos credores particulares do sócio) quanto aos bens sociais, perdendo, de outro lado (ou conservando apenas subsidiariamente), os credores sociais, o direito de executar os bens particulares do sócio. [...] Este efeito explica a importância, quanto às sociedades, das normas de publicidade e das que visam seja o capital social efetivamente arrecadado e ficar, ele, subsistente” (ASCARELLI, 1969, p. 263).

consequências daí advindas, sob pena de intereferir nos interesses de terceiros, alheios ao ato de destinação das situações ativas levado a cabo pelo titular, que terão de se sujeitas, *tout court*, ao novo regime criado unilateralmente por este. Só a lei pode criar regime jurídico específico para determinado conjunto ideal de direitos, ao ponto de tornar possível a invalidação de certos atos, bem como delimitar os credores que deles poderão se satisfazer por ocasião da execução de seus créditos”.¹⁴⁶

Como tal regra impõe exceção ao regime geral,¹⁴⁷ que ordinariamente seria presumível (e, mais ainda, objeto de legítimas expectativas) pelos credores do titular,¹⁴⁸ impondo a estes e a demais terceiros um regime jurídico excepcional,¹⁴⁹ sua afetação deverá necessariamente ser (i) determinada pelas partes e compatível com a estrutura prevista em lei, de forma taxativa;¹⁵⁰⁻¹⁵¹ (ii) além de ser, ressalvadas exceções expressamente fixadas por lei, objeto da

¹⁴⁶ Milena Donato Oliva, *Patrimônios Separados*, p. 275-276. Veja-se, ainda: “Tuttavia per esigenze particolari, la legge, e solo la legge, ammette la possibilità di una considerazione separata di taluni beni che appartengono al medesimo soggetto. Ammissibile è anche un patrimonio autonomo con proprio soggetto collettivo, in attesa di riconoscimento della subbjetività giuridica” (Biondo Biondi, verbete *Patrimonio* in *Novissimo Digesto Italiano*, 3.ed., Antonio Azara e Ernesto Eula (curadores), Milão: Giuffrè, 1957).

¹⁴⁷ Nota-se que Milena Donato Oliva (*Patrimônios Separados*, p. 237-239) ressalta que o patrimônio separado não constitui exceção aos ora citados artigos, vez que os patrimônios apartados seguiriam responsáveis pelos débitos contraídos em decorrência de suas atividades, e que tal circunstância derivaria do fato destes serem unificados por sua finalidade, a qual apenas seria atingida com referida segregação; e, ainda, que tais artigos aplicar-se-iam a cada núcleo patrimonial, unitariamente considerado. Todavia, se sustenta que aludida exceção afigurar-se-ia pela mera circunstância de que patrimônio pertencente ao mesmo titular que o patrimônio geral (não afetado para fim específico) responderia apenas (ou, ao menos, prioritariamente – ver nota de rodapé nº. 188 *infra*) aos débitos relacionados à finalidade que unifica o patrimônio autônomo, previsão suficiente para contrariar as expectativas dos credores do titular de patrimônio separado, a compor hipótese de segregação, que deverá ser respaldada por legislação específica.

¹⁴⁸ Por decorrência dos vigentes arts. 391 do Código Civil e 789 do Código de Processo Civil.

¹⁴⁹ “A constituição de patrimônios de afetação só é admitida nas hipóteses autorizadas ou impostas por lei e com as limitações que a lei prescrever, pois a separação de certos bens do patrimônio de uma pessoa pode, evidentemente, implicar redução da garantia geral dos credores, representada pelo patrimônio geral” (Melhim Namem Chalhoub, *Trust...*, p. 126). Ressalta-se que o autor supracitado utiliza o termo ‘patrimônio de afetação’ da mesma forma que ora se emprega ‘patrimônio separado’, referindo-se ao gênero, e não à espécie do art. 31-A da Lei de Incorporação Imobiliária, nos termos apontados adiante. O autor assim o faz por assumir posição unitarista, criticando expressamente o emprego do termo ‘separado’ na nomenclatura da categoria (CHALHUB, 2017, p. 120-121).

¹⁵⁰ “Somente a lei, de fato, pode estipular as principais consequências jurídica oriundas da separação patrimonial, haja vista que, em especial, a universalidade patrimonial autônoma (i) constitui, em si mesma, centro autônomo de imputação objetiva composto por situações jurídicas subjetivas ativas unificadas idealmente; (ii) condiciona a conduta de seu titular, o qual deve agir com diligência para a persecução do escopo que a unifica, de modo que a titularidade se encontra funcionalmente vinculada ao fim do patrimônio segregado, o qual serve de parâmetro aferidor da validade dos atos praticados pelo titular relativamente às situações ativas integrantes da massa patrimonial destacada; (iii) impossibilita a destinação individual de situação ativa que a integra para finalidade diversa daquela que a unifica; (iv) serve de garantia somente aos credores relacionados ao fim que a unifica; e (v) torna possível a existência de relação jurídica entre os patrimônios titularizados por um mesmo sujeito, na medida em que da função desempenhada por cada um deles emergem distintos centros de interesses, a possibilitar a diversidade de situações jurídicas necessária à formação de

respectiva publicidade imposta pelo regime legal geral, para que possa ser imposta perante terceiros (na falta de especificação, do registro público imposto pelo art. 221 do Código Civil);¹⁵² e, ainda, (iii) realizar finalidade sujeita ao crivo do ordenamento, filtrada sob o escopo finalístico do “merecimento de tutela” (*meritevolezza*).¹⁵³

Outrossim, como exposto por Caio Mario da Silva Pereira,¹⁵⁴ a “teoria da afetação, como se sabe, atende à necessidade de privilegiar determinadas situações merecedoras de tutela especial”: ou seja, a lei excepciona o regime geral de funcionalização dos bens e direitos que compõem o patrimônio de uma pessoa, permitindo que tal acervo patrimonial seja *refuncionalizado*. Os bens deixariam de cumprir a sua função específica de garantia geral dos credores e de manutenção e satisfação das necessidades de seu titular, para outro fim que mereça a tutela do ordenamento.¹⁵⁵

relação jurídica. Incide, portanto, o princípio da taxatividade ou *numerus clausus* às hipóteses de patrimônios separados” (CHALHUB, 2017, p. 277-278).

¹⁵¹ De forma semelhante à doutrina de Milena Donato Oliva, na direção da estrita taxatividade em lei dos patrimônios separados e da função aos quais se destinariam: “Altra distinzione interna alla prima, tuttora consueta, è quella che contrappone l’*universitas facti* all’*universitas iuris*, la quale ultima sarebbe costituita da quelle pluralità di cose che ricevono una considerazione unitaria non per la destinazione impressa loro dal proprietario, ma per disposizione di legge” (Francesco Galgano, *Diritto Civile e Commerciale*. 3.Ed. Milão: Cedam, 1999. v.1. p. 355). Em tradução livre: “Outra distinção interna à primeira, ainda habitual, é aquela que contrapõe a *universitas facti* com a *universitas iuris*, sendo esta última constituída por aquelas pluralidades de coisas que recebem consideração unitária não pelo destino determinado por seu titular, mas por disposição legal”.

¹⁵² Ver-se Antônio Junqueira de Azevedo. *Negócio Jurídico*: existência, validade e eficácia. 4.Ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 56.

¹⁵³ Em tal aspecto, ressalva-se que, no entendimento de Milena Donato Oliva, tal valoração estaria sob o escopo da lei (“De mais a mais, tendo em conta a multiplicidade dos escopos merecedores de tutela, somente a lei pode valorar quais são aqueles para cujo alcance se afigura necessária a unificação ideal, a justificar a criação de objeto autônomo de direito, vale dizer, de massa patrimonial autônoma” – *Patrimônio Separado*, p. 276). Apesar da concordância com a autora no sentido da taxatividade do regime excepcional que justifique a afetação patrimonial, ora se defenderá que a função ‘pré-valorada’ de aludida afetação poderá se conjugar a outras, ou mesmo se alterar, em redirecionamento dos interesses concretos das partes, desde que submetida ao adequado exame de merecimento de tutela (até porque o mesmo é efetuado independentemente da fixação de certa finalidade ou interesse em lei, como último passo que antecederá a tutela jurisdicional) e revestida da adequada publicidade. Para tanto, veja-se o capítulo 4 *infra*, assim como o texto de Eduardo Nunes de Souza, *Merecimento de Tutela*: a nova fronteira da legalidade no direito civil in Revista de Direito Privado, v. 58, abr./jun. 2014, p. 75-107.

¹⁵⁴ Mais precisamente, em seção da lavra de seus atualizadores – Caio Mario da Silva Pereira, *Condomínio e Incorporações*. p. 260.

¹⁵⁵ “A incorporação imobiliária se ajusta com perfeição à teoria da afetação, seja porque seu especial alcance econômico e social a tornam merecedora de tutela especial, seja porque é dotada de estrutura material e jurídica autônoma, justificando seja conferida proteção especial aos credores desse negócio, priorizando-se a posição jurídica dos adquirentes” (Caio Mario da Silva Pereira, *Condomínio e Incorporações*, p. 260).

Assim ocorre, a título de ilustração, com os contratos de sociedade ou de associação, no qual as partes reúnem recursos para a consecução de determinado fim social.¹⁵⁶ No momento da fundação de sociedade ou associação, constitui-se também patrimônio separado, mas a tal patrimônio cumula-se a técnica da personificação,¹⁵⁷ decorrente de certas peculiaridades destas (discutidas adiante), de forma a conferir à maior parte das sociedades e às associações regime jurídico próprio. Aludida personalização se apresenta como decorrência de diversas peculiaridades das sociedades, compreendidas enquanto entes organizativos, assim como dos negócios jurídicos subjacentes à sua formação.¹⁵⁸

Os supracitados requisitos são igualmente verificados em uma das manifestações mais fecundas da categoria do patrimônio separado no ordenamento brasileiro: o ‘patrimônio de afetação’, estipulado pelos arts. 31-A e seguintes da Lei nº. 4.391/1964 (a ‘Lei de Incorporações’), forma de separação patrimonial (na qual se destaca parte dos bens e direitos de incorporadora), com finalidade vinculada, fixada literalmente em lei¹⁵⁹ – a conclusão de empreendimento imobiliário,¹⁶⁰ que compreende a construção do edifício, a entrega das unidades aos adquirentes e o pagamento a seus financiadores.

¹⁵⁶ “A causa, na constituição de sociedades, deve, portanto, ser entendida de modo genérico e sob uma forma específica. Genericamente, ela equivale à separação patrimonial, à constituição de um patrimônio autônomo cujos ativo e passivo não se confundem com os direitos e as obrigações dos sócios. De modo específico, porém, essa separação patrimonial é estabelecida para a consecução do objeto social, expresso no contrato ou nos estatutos. A sua manutenção, por conseguinte, só se justifica pela permanência desse escopo, de sua utilidade e da possibilidade de sua realização” (COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto, 2005, p. 351).

¹⁵⁷ Tullio Ascarelli, 1969, p. 263.

¹⁵⁸ Ver o discutido o subcapítulo 2.2 *infra*. Ainda, ver-se Fabio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 352 e ss.; San Tiago Dantas, *Programa de Direito Civil*, V. 1, Rio de Janeiro: Ed. Rio, 1979. p. 205-217.

¹⁵⁹ Nos termos do art. 31-A, o patrimônio de afetação deverá ser “destinado à consecução da incorporação correspondente e à entrega das unidades imobiliárias aos respectivos adquirentes”.

¹⁶⁰ “De acordo com o regime jurídico instituído pelos arts. 31-A a 31-F da Lei nº. 4.591/1964, o incorporador separa no seu patrimônio o acervo correspondente a determinada incorporação e o afeta à finalidade de construir a edificação e entregar as unidades aos adquirentes, com a respectiva averbação da construção no Registro de Imóveis e outorga dos contratos definitivos. Dada essa caracterização, os bens, direitos e obrigações vinculados à incorporação afetada passam a formar um núcleo patrimonial com autonomia funcional, que só responde pelas dívidas e obrigações vinculadas àquela incorporação” (Melhim Namem Chalhub, *Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais: estudos e pareceres*, Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 275).

Nesse sentido, como exposto, a própria lei¹⁶¹ prevê que apenas os credores diretamente vinculados à consecução deste empreendimento poderão buscar satisfazer seus créditos com os bens e direitos que o integram, de modo que os credores particulares do titular do patrimônio separado apenas poderão buscar tais bens depois que verterem ao patrimônio do incorporador, caso o mesmo seja extinto na hipótese do art. 31-E, I, da Lei de Incorporação.¹⁶²

Aponta Milena Donato Oliva que, precisamente, o patrimônio de afetação tem por função específica evitar o risco de insolvência do incorporador, apartando os recursos de certo empreendimento e afetando-os especificamente à sua consecução, a qual passa a ser protegida do decesso empresarial de seu titular.¹⁶³ Por fim, ressalta-se que também o patrimônio de afetação depende do adequado registro para que se faça efetivo perante terceiros (art. 31-B), demonstrando, então, todos os requisitos próprios ao patrimônio separado.

Assim, é possível confirmar que não se trata de categoria incomum a nosso direito – assumindo também outras feições: mais comumente, o patrimônio separado se manifesta em nosso ordenamento na forma da massa falida¹⁶⁴ e da herança.¹⁶⁵ Não se trata, assim, de instituto novo, mesmo que seu exame em maior profundidade pela doutrina brasileira tenha se dado mais recentemente, com a gênese de mecanismos legais como o já citado patrimônio de afetação, assim como o patrimônio separado (“*stricto sensu*”) na securitização.¹⁶⁶

Não à toa, já na antiga doutrina alemã era discutido o patrimônio separado, ainda que em feição ligeiramente distinta, considerando-se a ‘propriedade em mão comum’ (*Gesamnte*

¹⁶¹ No § 1º de seu art. 31-A: “o patrimônio de afetação não se comunica com os demais bens, direitos e obrigações do patrimônio geral do incorporador ou de outros patrimônios de afetação por ele constituídos e só responde por dívidas e obrigações vinculadas à incorporação respectiva”, bem como em seu § 6º.

¹⁶² Nos termos das demais duas hipóteses desta lei, é possível que os bens integrantes do patrimônio separado não vertam a seu titular originário, perante sua insolvência (caso no qual os adquirentes poderão formar assembleia que decida liquidar o patrimônio, ou entrega-lo a outro incorporador) ou revogação (situação na qual se faz necessária a restituição das quantias já pagas por adquirentes). Estas previsões parecem reforçar a noção de que ocorreria, de fato, segregação de bens (e não pura e simples afetação, como defendem as correntes unitaristas do patrimônio); ou, no mínimo, demonstram que a função exercida pelo patrimônio separado neste caso é priorizada, no que tange ao merecimento de tutela, com relação ao direito de propriedade do incorporador imobiliário.

¹⁶³ Milena Donato Oliva, *Patrimônio Separado*, p. 308-308.

¹⁶⁴ Milena Donato Oliva, *Patrimônio Separado*, p. 290-291. Em sentido semelhante, ver Sergio Campinho, *Falência e Recuperação de Empresa*, 7.Ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2015. p. 351.

¹⁶⁵ Milena Donato Oliva, *Patrimônio Separado*, p. 279.

¹⁶⁶ Art. 10 e seguintes da Lei 9.514/1997. Ainda, ver Milena Donato Oliva, *Patrimônio Separado*, p. 295 e ss., e Melhim Namem Chalhoub, *Alienação Fiduciária: negócio fiduciário*, p. 387 e ss.

Hand),¹⁶⁷ originada a partir da noção de comunhão do Direito Romano,¹⁶⁸ podendo ser corporificada pelo chamado “contrato de comunidade”¹⁶⁹ (art. 741 e seguintes do BGB).¹⁷⁰ Em síntese, caso uma massa patrimonial, unitariamente considerada enquanto universalidade, pertencesse a várias pessoas, formava-se patrimônio separado, detido por estas em ‘mão comum’,¹⁷¹ restando assim qualificadas a massa falida, a herança,¹⁷² e os bens da sociedade

¹⁶⁷ Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 190.

¹⁶⁸ “A construção conceitual de comunhão do Direito Romano – *communio iuris romani* – diverge essencialmente daquela do Direito Germânico – *communio iuris germanici*. A doutrina clássica conceitua a primeira como uma comunhão *pro diviso*, isto é, que prioriza o indivíduo em detrimento da comunidade ao passo que a segunda é conceituada como uma comunhão *pro indiviso* por inverter a relação de valores, priorizando a comunidade, mais do que o indivíduo. Na concepção ontológica germânica elimina-se a noção de fração ideal e se atribui o direito de uso e gozo à comunidade em si mesma considerada e não ao indivíduo” (Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 187).

¹⁶⁹ Bruno Miragem, 2013, p. 435-436.

¹⁷⁰ Veja-se o teor do art. 741 do *Bürgerliches Gesetzbuch* (BGB) – o centenário Código Civil Alemão, ora citado em versão vertida à língua inglesa (Ministério Federal de Justiça da Alemanha e Juris GmbH, disponível em www.juris.de, último acesso em 1.12.2017): “Co-ownership by defined shares. Where more than one person is jointly entitled to a right, then, unless the law leads to a different conclusion, the provisions of sections 742 to 758 apply (co-ownership by defined shares)” (em tradução livre: “Copropropriedade por cotas definidas. Quando mais de uma pessoa possui igual pretensão a um direito, então, a menos que a lei leve a uma conclusão distinta, as provisões das seções 742 a 758 serão aplicadas (copropriedade por cotas definidas)”). Note-se, apesar de empregar o termo “condomínio”, que a natureza do instituto é inteiramente distinta da vertente no direito brasileiro.

¹⁷¹ “Puede también originarse un patrimonio especial al corresponder un patrimonio colectivamente a varias personas. En este caso, dicho patrimonio está separado del patrimonio de cada una de ellas en particular. [...] Entran aquí en consideración los casos de comunidad de bienes ‘en mano común’ [...]: la sociedad, la comunidad de bienes conyugal y la comunidad sucesoria” (Karl Larenz, *Derecho Civil: parte general*, Tradução de Miguel Izquierdo y Macías-Picavea, Jaén: Editorial Revista de Derecho Privado, 1978. p. 417). Em tradução livre: “Neste caso, dito patrimônio está separado do patrimônio de cada uma delas em particular. [...] Entram aqui em consideração os casos de comunidade de bens ‘em mão comum’ [...]: a sociedade, a comunhão de bens conjugal, e a comunhão sucessória”. Igualmente, ver-se: “Como el derecho romano, el derecho común y sobre todo el derecho alemán, el C.C. conoce los conjuntos patrimoniales que, em interés de un determinado fin y especialmente con referencia a la responsabilidad por deudas, son tratados en ciertos aspectos como un todo distinto del resto del patrimonio (*patrimonios separados*)” (Ludwig Ennecerus, *Derecho Civil: parte general*, V. 1º, 13ª rev., revisão de Hans Carl Nipperdey e tradução e comentários de Hlas Pérez González e José Alguer, Barcelona: Casa Editorial Bosch, 1947. p. 616. Ver também p. 615). Em tradução livre: “Como no direito romano, no direito comum em todo o direito alemão, o Código Civil conhece os conjuntos patrimoniais que, em interesse de um determinado fim e especialmente com referência à responsabilidade por dívidas, são tratados em certos aspectos como um todo distinto do resto do patrimônio (patrimônios separados)”.

¹⁷² Veja-se o art. 2.032 do BGB aplicável apenas quando se verifica pluralidade de herdeiros: “Community of heirs (1) If the deceased leaves more than one heir, the estate becomes the joint property of the heirs. (2) Until the partitioning, the provisions of section 2033 to 2041 apply”. Em tradução livre: “Comunhão de herdeiros: (1) se o *de cujus* deixa mais de um herdeiro, o espólio se torna a propriedade conjunta dos herdeiros. (2) Até sua partilha, as provisões das seções 2033 a 2041 são aplicáveis”.

conjugal¹⁷³ e da sociedade comercial.¹⁷⁴ Em tais casos, afirma Karl Larenz que a propriedade sobre tal massa patrimonial era veiculada pela abstração das cotas representativas de partes ideais do patrimônio separado,¹⁷⁵ de forma muito semelhante à adotada na representação da titularidade das sociedades limitadas (tipo societário mais recorrente na prática brasileira), assim como na dos fundos de investimento.

Em que pese as semelhanças da conceituação germânica à realidade brasileira, a doutrina critica sua aplicação à qualificação dos fundos de investimento pátrios, por diferentes razões.¹⁷⁶ Ricardo de Santos Freitas, por exemplo, afirma que na comunhão “em mão comum” a “repartição em cotas inexistente”¹⁷⁷ – o que, como já indicado e conforme a supracitada doutrina alemã, não se trataria de alegação precisa. Da mesma forma e em sentido contrário ao sustentado pelo autor, nos fundos de investimento também seria verificada a teórica indivisibilidade da massa patrimonial associada à sua titularidade, em idêntico sentido ao instituto germânico, considerando que o resgate ou liquidação de cotas não confere direito aos

¹⁷³ Note-se o art. 1.438 do BGB, ressaltando a previsão da “propriedade marital” como centro de imputação subjetiva de direitos: “Liability of the marital property (1) The marital property is liable for an obligation arising from a legal transaction that is entered into during the period of community of property only if the spouse who manages the marital property enters into the legal transaction or if he approves it or if the legal transaction is effective for the marital property without his approval. (2) The marital property is liable for the costs of a legal dispute even if the judgment is not effective in relation to the marital property”. Em tradução livre: “Responsabilidade da propriedade marital (1) A propriedade marital é responsável por obrigações decorrentes de negócios jurídicos firmados durante o período de comunhão de bens somente se o cônjuge que administra a propriedade marital intervém ou aprova o negócio jurídico, ou se o negócio jurídico produz efeitos para a propriedade marital sem sua aprovação. (2) A propriedade marital responde pelas despesas processuais mesmo se o julgamento não gerar efeitos com relação à propriedade marital”.

¹⁷⁴ Nesse sentido, o artigo 718 do BGB, incluindo também disposição típica à substituição de bens intrínseca aos patrimônios separados: “Partnership assets (1) The contributions of the partners and the items acquired for the partnership as a result of management are the joint assets of the partners (partnership assets). (2) Partnership assets also include anything acquired due to a right belonging to the partnership assets or as compensation for destruction, damage or removal of an item belonging to the partnership assets”. Em tradução livre: “Bens da sociedade (1) As contribuições dos sócios e os bens adquiridos para a sociedade em decorrência de sua administração são propriedade conjunta dos sócios (bens da sociedade). (2) Bens da sociedade também incluem qualquer bem adquirido por decorrência de um direito titularizado pela sociedade ou por compensação à destruição, dano ou remoção de um bem pertencente aos bens da sociedade”.

¹⁷⁵ “Cada uno posee, además de su patrimonio general, una *cuota* en el patrimonio especial común” (MIRAGEM, 2013, p. 417). Em tradução livre: “cada um possui, além de seu patrimônio geral, uma cota no patrimônio especial comum”.

¹⁷⁶ Mario Tavernard Martins de Carvalho, 2012, 189-191 – ressaltando-se, porém, que ora se diverge da principal crítica realizada pelo autor, pois, apesar das cotas estarem sujeitas à penhora e liquidação por dívidas particulares de seus titulares, o patrimônio do fundo de investimentos segue incólume.

¹⁷⁷ Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 189.

cotistas sobre bens específicos.¹⁷⁸ A massa patrimonial dos fundos de investimento constitui bem divisível, mas apenas após a sua conversão em pecúnia, mantendo-se indivisível até este momento.¹⁷⁹

Por outro lado, pertinente a crítica de Maria João Vaz Tomé ao apontar que, na hipótese aventada pela doutrina germânica, se identificava a propriedade “em mão comum” como reunião contingente de bens, ocasional e destinada a ser liquidada, mantendo sua indivisibilidade até o aludido momento da liquidação.¹⁸⁰

Nesse sentido, seria incompatível a teoria da propriedade “em mão comum” com a generalidade dos fundos de investimento, pois (i) nem todos necessariamente se destinam à liquidação, considerando que podem até mesmo podem distribuir dividendos (ICVM nº. 555/2014, art. 4º, parágrafo único), se destinar à resolução de créditos objeto de reestruturação financeira ou recuperação judicial ou extrajudicial¹⁸¹ ou assumir diversas outras funções (ver capítulo 4 *infra*), sendo a liquidação consequência da exaustão de sua finalidade originária.

Ademais, (ii) os fundos de investimento, a depender de sua tipologia ou configuração concreta, podem ou não assumir tal indivisibilidade pretérita à liquidação: caso de tipo aberto, suas cotas comportarão resgate, podendo ser convertidas no montante correspondente ao seu valor pecuniário.

Por fim, (iii) como indica a própria autora,¹⁸² os fundos de investimento não são formulados por simples contingência, mas por intenção expressa de seus participantes originais.

Todavia, cumpre anotar que a propriedade “em mão comum” representa precedente relevante à qualificação dos fundos de investimento, o qual contribuiu para redundar na natureza ora descrita. A sua previsão no direito germânico e as suas equivalências a institutos

¹⁷⁸ Freitas, 2006, p. 189.

¹⁷⁹ “A propriedade em mão comum possui como caracteres essenciais a indivisibilidade do patrimônio comum e a proteção conferida a este em face de dívidas dos proprietários junto a terceiros. Não obstante essa indivisibilidade do patrimônio comum se assemelhe, à primeira vista, à vedação de o cotista requerer a divisão do patrimônio do fundo, na propriedade em mão comum sequer é possível se cogitar, ainda que em tese, de segregação” (Mario Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 190).

¹⁸⁰ Maria João Vaz Tomé, 1997, p. 170-172.

¹⁸¹ Sendo possível empregar para tanto um fundo de investimento em direitos creditórios, ou fundo de investimento em participações que siga a previsão do art. 20, § 6º da ICVM nº. 578/2016.

¹⁸² TOMÉ, 1997, p. 170.

no ordenamento brasileiro possivelmente refletem as dificuldades associadas à falta de previsão legal que institua o *trust* ou um ente correspondente.¹⁸³⁻¹⁸⁴

Como se sustentará, os fundos de investimento compartilham série de características com o *trust*, considerando que ambos têm em comum a natureza de patrimônio separado, compondo institutos de direito real (relativamente à transmissão de bens e direitos a um veículo diverso) e de direito obrigacional (com alusão às instruções direcionadas a seu administrador, a respeito de como deverá ser gerido este patrimônio).¹⁸⁵ Neste momento resta clara, contudo, diferença fulcral entre os fundos de investimento e o *trust*: ao passo que neste, ordinariamente, a propriedade é transferida a seu administrador – que o faz em respeito às finalidades de sua instituição e aos comandos pré-estabelecidos de seu instituidor –,¹⁸⁶ naquele a propriedade dos bens unitariamente considerados permanece com os cotistas, apesar de geridos por terceiro.¹⁸⁷

Tal diferença já demonstra característica marcante dos patrimônios separados: sua separação pode ser perfeita ou imperfeita.¹⁸⁸ Por imperfeita, entende-se o patrimônio separado cujos débitos são transmitidos aos titulares, caso seus bens se afigurem insuficientes para a sua satisfação. Os fundos de investimento, em geral, são exemplo preciso desta configuração,

¹⁸³ “As características que dão utilidade prática ao *trust*, em face das necessidades da sociedade contemporânea, vêm há muito suscitando estudos sobre seu perfil, em cotejo com institutos dos sistemas de tradição jurídica romana. Dada a característica fundamental do *trust*, de criação de patrimônio separado visando a realização de fins determinados, não raras vezes se questiona se tais escopos poderiam, nos sistemas da *civil law*, ser alcançados por meio de criação de nova pessoa jurídica ou do mandato entre outros instrumentos. Essas figuras, entretanto, não são plenamente equivalentes” (Melhim Namem Chalhoub, *Trust*, p. 91).

¹⁸⁴ Como se ressaltará adiante (subcapítulo 4.1 abaixo), a não previsão deste instituto (que se daria não apenas por razões de evolução histórica, mas também pelo receio com casos de abuso do instituto noutras jurisdições por figuras notórias dos meios criminal e político brasileiros) também gera diversos prejuízos a finalidades merecedoras de tutela.

¹⁸⁵ CHALHUB, 2017, p. 78.

¹⁸⁶ “O *trustee* é o titular dos bens ou direitos objeto do *trust* e, assim, pode deles dispor independentemente de anuência dos beneficiários, como se fossem parte integrante do seu próprio patrimônio” (CHLHUB, 2017, p. 72).

¹⁸⁷ Com a notável exceção dos FIIs que, por força legal (art. 6º da Lei nº. 8.668/1993), mantém seus ativos na propriedade fiduciária do administrador – possivelmente, para atender às dificuldades registrais que decorrem de sua estrutura despersonalizada, como a seguir se aventará.

¹⁸⁸ “Na separação patrimonial perfeita, a seu turno, o patrimônio geral não possui responsabilidade subsidiária. Ou seja, caso os direitos integrantes do núcleo patrimonial autônomo não forem suficientes à solução das dívidas existentes, os credores não poderão executar os direitos pertencentes ao patrimônio geral. [...] nos casos de separação imperfeita, os débitos referentes à massa patrimonial autônoma gravam o patrimônio geral” (Milena Donato Oliva, *Patrimônio Separado*, p. 241).

considerando o art. 15 da ICVM nº. 555/2014, que impõe a responsabilidade dos cotistas por eventuais dívidas que sobejem ao patrimônio do fundo de investimento.¹⁸⁹ Naturalmente, caso o fundo venha a contrair dívidas que ultrapassem as suas possibilidades financeiras – e depois que seu administrador realizar a liquidação de seu ativo –, seus cotistas necessitarão aportar valores para atender aos credores do fundo. Perante a clareza da respectiva norma, esta questão é, usualmente, pacífica em doutrina,¹⁹⁰ com pontuais divergências.¹⁹¹ A regulamentação específica segue demonstrando, então, compatibilidade com a qualificação proposta.

Da mesma forma, há a separação perfeita: não respondem os cotistas por eventuais débitos sobressalentes aos ativos do fundo; hipótese que seria ilustrada, como sustenta a doutrina,¹⁹² pelos fundos de investimento imobiliário. Pelo art. 13, II, da Lei nº. 8.668/1993, que os regula,¹⁹³ os cotistas não respondem por eventual passivo, consequência que se reflete sua peculiar natureza jurídica. Tais fundos também se enquadram como patrimônio separado; porém, por força do art. 6º da mesma lei, seus bens e direitos são transmitidos ao administrador em propriedade fiduciária que, a seu turno, não deverá ser objeto de confusão com os demais bens e direitos de titularidade do administrador (art. 7º). Observa-se que com relação aos fundos de investimento imobiliários ainda há, então, patrimônio separado, mas sob a titularidade do administrador e não dos cotistas.

A separação patrimonial dos fundos de investimento imobiliários seria peculiar aos mesmos, uma vez que seus cotistas e seu proprietário fiduciário não respondem por seu passivo excedente. Da mesma forma, esta decorre de seu característico regime de propriedade fiduciária. Neste específico caso, o administrador passa a ser proprietário dos bens, de modo que os cotistas não poderiam responder por débitos relacionados a bens que não os pertencem.

¹⁸⁹ Outra relevante e antiga discussão acerca dos patrimônios (ver Ludwig Ennecerus, 1947, p. 607, 610 e 617) – que, contudo, não afetará quaisquer premissas do presente trabalho –, é a que discute se os patrimônios incluem os passivos como elemento componente dos mesmos, ou se suas obrigações apenas os gravam ou oneram. Permita-se remitir, para tanto, a profícua síntese e discussão em Milena Donato Oliva, *Patrimônios Separados*, p. 142 e ss.

¹⁹⁰ Nelson Eizirik, *Mercado de Capitais...*, pp 88-89; Bruno Miragem, 2013, p. 442.

¹⁹¹ Destaca-se a posição de Ricardo dos Santos Freitas, 2006, p. 104 – da qual se discordará, pelas razões discutidas no subcapítulo 3.3.3 *infra*.

¹⁹² Milena Donato Oliva, *Patrimônio Separado*, p. 327-329.

¹⁹³ São os fundos de investimento imobiliário atualmente (até 2017, quando da redação deste trabalho) os únicos regidos por lei específica, e não por regulamento expedido pela CVM.

Resta ponderar, contudo, se alguém responderia perante a eventual carência de seus bens e direitos para arcar com seu passivo – dever-se-ia cogitar, então, de situação na qual, por expressa disposição legal, os credores do fundo de investimentos imobiliário não poderiam perseguir outros bens, diante da insuficiência daqueles titularizados pelo fundo, ou seria possível buscarem a responsabilização de seu proprietário fiduciário, o administrador?

Há, todavia, expressa dicção do art. 8º da Lei nº. 8.663/1998 que determina a restrição da responsabilidade do administrador às hipóteses de “má gestão, gestão temerária, conflito de interesses, descumprimento do regulamento do fundo ou de determinação da assembleia de cotistas”. A separação patrimonial do fundo de investimentos imobiliário seria, de fato, perfeita.

Seria possível especular sobre as razões pelas quais o legislador assim tenha previsto, especificamente para este tipo de fundo: a uma, seria plausível cogitar que a medida comporia incentivo à captação de recursos para o mercado imobiliário; a duas, possivelmente presumiu-se que os bens de propriedade de fundo de investimentos imobiliário possuiriam, em sua maior parte, valor líquido aferível por seus credores,¹⁹⁴ que teriam acesso às informações necessárias para sua avaliação¹⁹⁵ e, assim, poderiam estimar de antemão qual o montante que garantiria seus créditos, reduzindo os riscos associados ao não pagamento de débitos excedentes.

Curiosamente, a doutrina nota que a *ratio* por trás da previsão de propriedade fiduciária singular aos fundos de investimento imobiliário teria por exclusiva motivação o atendimento às normas registrais pátrias, que trariam óbice ao registro de imóveis titularizados por ente sem personalidade jurídica.¹⁹⁶ Igualmente, tais imóveis dificilmente poderiam ter como proprietários os cotistas do fundo, vez que os mesmos se apresentam,

¹⁹⁴ Dada sua natureza imobiliária, enquanto ativos mais “nobres”; ou, no que tange aos ativos não-imobiliários titularizáveis por esse tipo de fundo, reputando possuírem, ao menos, valoração líquida e certa – caso dos créditos de recebíveis imobiliários e das ações de sociedades cujo objeto social se relacione à incorporação imobiliária (são alguns dos ativos permitidos aos fundos de investimento imobiliário, nos termos do art. 45 da ICVM nº. 472/2008).

¹⁹⁵ Nota Milena Donato Oliva (*Patrimônio Separado*, p. 329), que o dever de transparência destes fundos também se daria como medida de proteção de seus credores.

¹⁹⁶ “A atribuição da propriedade fiduciária dos bens integrantes do fundo ao administrador constituiu elemento essencial para viabilizar o funcionamento dos FII, porque permitiu uma convergência entre as regras atinentes aos FII e aquelas relativas ao registro de imóveis. Isso porque a Lei Federal nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973 (Lei de Registros Públicos) determina a averbação da propriedade dos imóveis somente em nome de pessoas naturais ou jurídicas, de forma que seria vedado o registro de imóveis diretamente em nome do fundo” (Luciana Dias e Maria Clara Troncoso, 2016, p. 249).

comumente, em número elevado e variável, ao passo que a titularidade das cotas rapidamente se altera perante sua negociação, a inviabilizar o registro pelas vias registrais ordinárias.

Novamente, tal disposição não é estranha ao ordenamento pátrio, que encerra nas sociedades limitadas e anônimas semelhantes disposições,¹⁹⁷ limitando a responsabilidade de seus sócios ao valor de suas cotas; somente sujeitos à desconsideração da personalidade jurídica disposta no art. 50 do Código Civil mediante excepcionais situações.¹⁹⁸ Ainda disporão, contudo, da pretensão em face ao administrador que gerir tal patrimônio de forma temerária.¹⁹⁹

Assim, o fundo de investimento imobiliário seria o instituto presentemente prescrito pela lei brasileira que mais aproximar-se-ia do *trust*,²⁰⁰ uma vez que reúne a separação patrimonial com a alocação translatícia da propriedade para terceiro em caráter fiduciário, que a administrará conforme a finalidade que justifica referida segregação.

Porém, seguindo o previsto em lei, mesmo o fundo de investimentos imobiliário comporá patrimônio separado. Será, portanto, direcionado à finalidade específica e composto pela comunhão de recursos de seus cotistas, que, por sua vez, é transferida à titularidade do terceiro que a administrará e, ainda assim, seguirá segregada do patrimônio geral deste.

Outra fundamental característica das universalidades e, por conseguinte, dos patrimônios separados, diz respeito à intercambialidade dos bens e direitos que o integram. Inocêncio Galvão Teles aponta que, desde que preservada a unidade do conjunto, a qual resta observada pelo respeito à sua finalidade (sua *comunhão de pertença*), os bens e direitos que o compõem poderão variar, sem prejuízo à sua identidade.²⁰¹ É característica marcante e há muito reconhecida das universalidades,²⁰² e, por extensão, dos patrimônios separados, a lhes

¹⁹⁷ Arts. 1.052 e 1.088 do Código Civil.

¹⁹⁸ Veja-se o subcapítulo 3.3.1 *infra*, para discussão específica a respeito da desconsideração da separação patrimonial dos fundos de investimento.

¹⁹⁹ E, ressalve-se, seria possível cogitar que a excessiva alavancagem do fundo (ou seja, a contração de dívidas em volume superior ao próprio patrimônio) poderia configurar referida má gestão, em particular se desnecessária à sua manutenção, cenário no qual seria mitigada esta separação patrimonial.

²⁰⁰ Para a análise das características específicas do *trust*, ver subcapítulo 2.6 abaixo.

²⁰¹ Inocêncio Galvão Teles, 1940, p. 137. O autor aponta, porém, que tratar-se-ia de característica específica das universalidades de direito (p. 180).

²⁰² Milena Donato Oliva, *Patrimônio Separado*, p. 245-246.

conferir verdadeira utilidade e dinamismo. A título exemplificativo, os bens que compõem a herança podem ser permutados ou liquidados, sem prejuízo à unidade do conjunto.

Há debate doutrinário²⁰³ no sentido de ocorrer ou não a sub-rogação real dos bens, ao que os bens e direitos substitutos passariam a ocupar a mesma posição jurídica dos substituídos, assumindo iguais relações jurídicas – ônus e gravames, afetação para determinado fim –, dentro da massa que compõe a universalidade. Como sustenta Milena Donato Oliva, há sub-rogação real propriamente dita apenas nas hipóteses legalmente previstas e, por força do art. 1.425, § 1º, do Código Civil, os produtos da alienação ou do perecimento de bem sub-rogam-se em suas relações jurídicas.²⁰⁴

Tal debate, porém, não impactará na presente análise. Tal questão, no que diz respeito aos fundos de investimento, seguirá restrito à possibilidade de substituição dos bens que compõem sua massa patrimonial, sem prejuízo à unicidade do conjunto. Considerando, contudo, as características das *universitas iuris* e dos patrimônios separados, que mantêm sua unidade na medida em que respeitada a finalidade que os afeta (que legalmente *fundamentaria* a segregação patrimonial), esta possibilidade de substituição de bens deverá sempre se direcionar à função exercida pelo fundo, sob pena de se imputar a responsabilização de seus administrador e gestor e, em certas circunstâncias, de se promover a desconsideração da segregação patrimonial, como se abordará adiante (subcapítulo 3.3.1). Com relação aos fundos de investimento, então, importa dizer que seu administrador (ou gestor, caso exista) possuirá “poderes discricionários” para, livremente e sem a oitiva de seus cotistas, negociar, liquidar e substituir os bens que compõem sua massa patrimonial, dentro dos estritos limites fixados por seu regulamento, política de investimentos e pelas normas infralegais.²⁰⁵ Esta

²⁰³ Defendendo a sub-rogação irrestrita, como característica das universalidades, Miguel Maria de Serpa Lopes, 1962, p. 343-344. Contrariamente à sub-rogação como traço irrestrito das universalidades e patrimônios separados, defendendo que há apenas substituição de bens e não necessariamente sub-rogação, ressaltando que esta ocorre apenas em casos específicos, veja-se Milena Donato Oliva, *Patrimônio Separado*, p. 252-255, e Ludwig Ennecerus, 1947, p. 616. Com ressalvas, coloca-se Caio Mario da Silva Pereira, *Instituições de Direito Civil: Introdução ao Direito Civil*, p. 370-371, e também Karl Larenz, 1978, p. 416-417.

²⁰⁴ Milena Donato Oliva, *Patrimônio Separado*, p. 254-255.

²⁰⁵ Como prevê o art. 78, § 3º, da ICVM nº. 555/2014, a atividade de gestão da carteira do fundo necessariamente inclui poderes para “negociar e contratar, em nome do fundo” e “exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo”. Ademais, nos termos de seu art. 2º, I, o administrador é “pessoa jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários e responsável pela administração do fundo”, enquanto seu inciso XXX define o gestor como a “pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, contratada pelo administrador em nome do fundo para realizar a gestão profissional de sua carteira” – atividades reguladas pela ICVM 558/2015 Nesse sentido, o art. 1º, § 1º, desta instrução divide a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários em “administração fiduciária” e

prerrogativa assegura aos fundos de investimento uma rápida adaptação às oscilações de mercado, permitindo que seus administrador e gestor redirecionem as estratégias de alocação de recursos.

Ao se mencionar o administrador e seus “poderes discricionários”, vem à tona outro efeito essencial aos fundos: sua massa patrimonial é sempre gerida, de forma discricionária, por terceiro, que o fará nos termos de seu regulamento e de certas disposições de seus cotistas – ou seja, em respeito ao interesse concreto das partes.²⁰⁶ Não à toa, as normativas da CVM impõem diversos limites à gestão de recursos pelo administrador (e gestor, caso exista), circunstância que atrai a discussão acerca da existência e amplitude de finalidade legal estrita que vincule os fundos de investimento.²⁰⁷

É, assim, o que se convencionou chamar de “poder de gestão”.²⁰⁸

De todo modo, a atuação de um administrador, terceiro responsável por referido patrimônio separado, é a constante de todos os fundos de investimento.²⁰⁹ Sua única exceção

“gestão de recursos”. Elucida a doutrina que a diferença entre ambas as categorias, – de grande relevância, mas apenas introduzida com a citada Instrução nº. 558 –, reside no fato daquela incluir serviços gerais de administração, os ora chamados “deveres assessórios” (custódia, controladoria, supervisão e fiscalização dos prestadores de serviços), “sem poder discricionário sobre os ativos que compõe a carteira de valores mobiliários”, enquanto esta é definida pela responsabilidade “pela tomada de decisão de investimento” (João Felipe Brandão Sartini, *A Instrução CVM 558/15 e a Nova Regulamentação dos Administradores de Carteiras de Valores Mobiliários* in *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*, Felipe Hanszmann (org.), Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016. p. 173). Como o administrador avoca a atividade de gestão da carteira do fundo (podendo contratar terceiro para tanto, nos termos do art. 78, § 2º, I, da Instrução nº. 555), sempre existirá terceiro com poderes discricionários com relação à carteira do fundo de investimentos, ressalvadas limitações impostas por seu regulamento e órgãos internos (como o comitê de investimentos) – que, todavia, não poderão afastar por completo tal poder (ver subcapítulos 2.2, 3.1.1.2 e 4.4.1, abaixo).

²⁰⁶ Ver subcapítulo 3.1.1.2 *infra* para discussão focada neste importante efeito essencial dos fundos de investimento.

²⁰⁷ A ser explorada no terceiro capítulo.

²⁰⁸ “Em outras palavras, o gestor do fundo de investimento possui poderes para negociar, em nome do fundo, os ativos financeiros de sua carteira. Ao gestor cabem, portanto, as decisões de investimento e desinvestimento, sendo responsável pelas respectivas ordens de compra e venda de ativos financeiros e demais modalidades operacionais e pelo envio das informações relativas a negócios realizados pelo fundo ao administrador fiduciário ou ao prestador de serviço contratado para tal. Dessa forma, podemos dizer que a rentabilidade auferida pelos cotistas decorre, em grande parte, das decisões tomadas pelo gestor. Tanto é assim que o Código Anbima define gestão como conjunto de decisões que determinam a *performance* do fundo de investimento” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 121-122). Ver, ainda: “A gestão consiste na escolha e na negociação – conforme a política de investimentos adotada – dos títulos e valores mobiliários que compõem o portfólio do fundo. Por isso, a rentabilidade e o resultado de um fundo de investimento estão estreitamente associados à competência do gestor” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 107).

²⁰⁹ “Toda e qualquer espécie de fundo de investimento necessita de um administrador” (Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 96).

se dá apenas em casos de confusão, nas hipóteses restritas de titularidade de cotas pelo próprio administrador ou gestor,²¹⁰ sendo possível sustentar que compõe um de seus efeitos inderrogáveis e básicos, e até mais centrais e únicos, à sua composição.²¹¹ Desta relação decorrem deveres fiduciários específicos, consequência lógica da atividade de gestão de negócios de terceiros.²¹²

Observa-se, ainda, que a administração da massa patrimonial por terceiro não é aspecto mínimo e comum a todas as universalidades de direito ou patrimônios separados. Mas a sua verificação não distanciará os fundos da qualificação aqui proposta: a administração do patrimônio separado por terceiro constitui elemento *acidental* da categoria, podendo ocorrer em algumas de suas espécies.

Não à toa, é observada claramente com relação às massas falidas,²¹³ tipo de patrimônio separado comum na prática jurídica brasileira. Quando a falência é decretada, por força do art. 103 da Lei nº. 11.101/2005,²¹⁴ o falido é afastado da administração de seus bens, que passa ao administrador judicial, terceiro profissional designado para administrar a massa patrimonial no sentido da dupla finalidade que passa a afetá-la: conforme o art. 75 da mesma lei,²¹⁵ a

²¹⁰ Nesse sentido, autoriza a Resolução CMN nº. 3.334/2005, em seu art. 3º, parágrafo único, II. Também podem ser cotistas, nesse caso, as pessoas jurídicas controladoras do administrador ou gestor (art. 4º, II). Ainda, o CMN autoriza a participação do administrador ou gestor como cotistas em fundos fechados (inciso III), ou antes da sua distribuição, até um limite de 360 (trezentos e sessenta dias) e um valor de aplicação de R\$ 10 (dez) milhões (inciso I).

²¹¹ “O que parece ser a principal diferença, a que mais rapidamente se faz notar, consiste na forma pela qual os fundos de investimento exercem suas atividades econômicas, pois a administração dos negócios é integralmente confiada, por determinação legal, a um terceiro” (Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 219).

²¹² “Por se tratar de gestão de patrimônio alheio, os administradores possuem as obrigações elementares a tal situação, como a de prestar contas, convocar e acatar as deliberações da assembleia geral, obedecer ao regulamento, respeitar as regras de concentração de carteira e política de investimentos, etc.” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 128).

²¹³ “De um modo geral, cabe ao administrador judicial auxiliar o juiz na administração da falência e representar a comunhão dos interesses dos credores. Como auxiliar do juiz, ele deve se manifestar nos autos sempre eu determinado, bem como tomar a iniciativa de propor medidas úteis ao bom andamento do processo falimentar. Como representante legal da comunhão dos interesses dos credores, deve administrar os bens da massa visando obter a otimização dos recursos disponíveis”. (Fábio Ulhoa Coelho, *Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*, 11.ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 105-106).

²¹⁴ Art. 103 da Lei nº. 11.101/2005: “Desde a decretação da falência ou do seqüestro, o devedor perde o direito de administrar os seus bens ou deles dispor”.

²¹⁵ Art. 75 da Lei nº. 11.101/2005: “A falência, ao promover o afastamento do devedor de suas atividades, visa a preservar e otimizar a utilização produtiva dos bens, ativos e recursos produtivos, inclusive os intangíveis, da empresa”.

preservação dos elementos produtivos da atividade empresarial e a satisfação dos credores. Também se trata de patrimônio separado administrado por um terceiro, que não seu titular.

Situação semelhante se dá com a herança, que assume feição análoga caso o inventariante não figure também como herdeiro. Pelo supracitado princípio da *saisine*,²¹⁶ a propriedade e posse dos bens já passa aos herdeiros quando do falecimento do *de cujus*, mas a administração do patrimônio separado segue com o inventariante até a conclusão da partilha.

Assim se coloca o elemento essencial aos fundos de investimento que ultrapassa os mínimos caracteres do patrimônio separado (ainda que não forme incompatibilidade com estes): a obrigatória administração da massa patrimonial por terceiro. Além disso, consigna-se que, por decorrência de normas inderrogáveis da CVM,²¹⁷ tal administração sempre terá uma natureza profissional. Seria, como frequentemente anota a doutrina,²¹⁸ o caráter profissional desta administração que atrairia os investidores aos fundos, adotados como veículos de investimento.

Os efeitos essenciais do fundo de investimento conjuntamente configuram arranjo que permite, como provavelmente nenhum outro instrumento legal no ordenamento brasileiro, a captação e alocação eficiente de recursos em estrutura massificada.

A um só passo, (i) sua participação múltipla e difusa permite a repartição das despesas associadas à remuneração dos profissionais especializados que lhe prestam serviços e ao custeio de sofisticada estrutura de auditoria;²¹⁹ (ii) a administração profissional, centralizada e neutra, vinculada aos termos dos atos constitutivos do fundo e às normativas da CVM evita a ineficiência e custos decorrentes das discussões e divergências entre sem-número de

²¹⁶ Ver nota de rodapé 131 *supra*.

²¹⁷ “O profissional que administra carteiras de investimentos é figura indispensável ao mercado de capitais. Ele está presente desde fundos de pensão, passando de fundos de investimento até a administração de carteiras de investidores individuais, como no caso do *private banking*. A atividade está prevista no art. 23 da Lei da CVM. O administrador de carteiras de investidores individuais deve estar registrado na CVM de acordo com os termos da Instrução CVM 558/2015. O exercício irregular de administração de carteiras é infração grave para os fins da Lei da CVM e também crime, previsto no art. 27-E da mesma lei” (Norma Jonssen Parente, *Tratado de Direito Empresarial – Mercado de Capitais*, Modesto Carvalhosa (coord.), v. VI, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p. 388).

²¹⁸ “Além disso, a administração profissional e especializada do fundo tende a gerar rendimentos maiores do que o investidor individualmente conseguiria obter, já que os profissionais atuantes na área dispõem de projeções, estudos e experiência que lhes permitem realizar aplicações com maior probabilidade de êxito” (Nelson Eizirik *et al.*, 2008, p. 78).

²¹⁹ “O investimento em fundos permite o acesso a diversos tipos de ativos mediante pequeno investimento com economia de escala, pulverização dos riscos envolvidos e uma gestão profissional, visando à valorização dos investimentos feitos” (Norma Jonssen Parente, 2016, p. 248).

cotistas;²²⁰ (iii) a própria administração profissional e a concentração de recursos possibilitam aos cotistas acessar produtos e mercados mais complexos (reduzindo riscos com providências como operações com intuito de *hedge* e testes de estresse; e aumentando rentabilidade, com a aplicação em investimentos de maior vulto e volatilidade etc.); e (iv) as sofisticadas previsões de *compliance*²²¹ e de provimento de informações aos cotistas mitigam assimetrias de informação e os riscos de abuso pelo administrador.²²² É, enfim, estrutura adequada à atividade de investimento em massa, e comumente empregada neste sentido, mesmo que possa se prestar a outros propósitos; e desta decorrem diversas consequências jurídicas.²²³

Conclui-se, então, que, com relação a seus caracteres básicos (ditos mínimos ou essenciais), os fundos de investimento mantêm, a partir da análise da síntese mínima de seus efeitos essenciais, marcante simetria com os aspectos do gênero da universalidade de direito e com a categoria dos patrimônios separados.

Ademais, tal paralelo seria notado em institutos afins, como os clubes de investimento,²²⁴ os fundos “sociais”,²²⁵ o fundo de garantia das bolsas de valores,²²⁶ os fundos

²²⁰ “E é mesmo bom que seja assim. Afinal, aqueles que aportam suas reservas em um fundo de capitalização coletiva têm como único objetivo auferir lucros e não exercer a gestão de seus negócios. Aliás, a garantia de uma administração profissional, conhecida quando da apresentação de seu prospecto e isenta da tumultuosa relação de poder típica das sociedades anônimas, é um dos elementos de estabilidade que traz a segurança necessária ao investidor para aportar recursos em um determinado fundo” (Saint-Clair Diniz Martins Souto, 2016, p. 103).

²²¹ “O termo *compliance* decorre do verbo inglês *to comply*, que significa ‘cumprir’, ‘executar’, ‘satisfazer’, ‘realizar’ o que lhe foi imposto. No mercado financeiro, *compliance* refere-se à adoção de sistemas de controles internos para garantir o cumprimento das exigências legais e regulamentares atinentes à atividade. Esses controles representam uma segurança maior para o investidor no sentido de que o administrador do fundo de investimento estaria realmente gerindo os recursos aportados com observância das normas aplicáveis e do respectivo regulamento. Assim, os procedimentos de *compliance* visam evitar, tratar e/ou rapidamente solucionar quaisquer desvios que ocorrerem” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 120-121).

²²² “A assimetria de informações é uma falha inerente aos mercados. Aquele que detém menos informações pode ser induzido a erro ou manipulado. Essa falha pode gerar desconfiança e prejuízos efetivos aos agentes envolvidos. [...] Com o intuito de diminuir essa disparidade informacional, faz-se imperioso estabelecer normas que determinam a divulgação e o acesso às informações. Correlato ao dever de informar, está o direito de ser informado. Isso possibilita escolhas racionais, assim como permite que o investidor acompanhe a gestão e evolução dos investimentos realizados. Além disso, a transparência possui importante papel no mercado de capitais, a fim de evitar condutas e práticas abusivas” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 122-123).

²²³ Tal vértice será discutido em maior profundidade no terceiro capítulo.

²²⁴ Regulados pela ICVM nº. 494/2011, os clubes de investimento se assemelham aos fundos de investimento na maior parte dos caracteres ora analisados, reconhecendo a doutrina que são, essencialmente, fundos de investimento (Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 207).

de garantia de subvenção econômica da União,²²⁷⁻²²⁸, os fundos de pensão,²²⁹ o Fundo Soberano do Brasil²³⁰ e o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS).²³¹

²²⁵ Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 132-33. São os fundos que compõem o patrimônio de pessoa jurídica. Constituem, a rigor, patrimônio separado no momento em que os contratantes aportam valores – mas, dada a técnica da personalização, passam a constituir patrimônio da própria pessoa jurídica, não tendo que se falar, assim, em patrimônio separado. Ainda, há debate se o fundo social de consórcio de empresas (arts. 278 e 279 da Lei das S.A.) constitui ou não patrimônio separado (discussão relevante, pois o consórcio de empresas não possui personalidade jurídica própria, escapando à afirmação anterior), e que pode esbarrar na questão da taxatividade legal dos patrimônios separados.

²²⁶ Previstos pelo art. 40 e seguintes da Resolução CMN nº. 2.690/2000, os fundos de garantia das bolsas de valores têm por finalidade assegurar indenização aos investidores do mercado de valores mobiliários, os prejuízos decorrentes de riscos operacionais associados às sociedades corretoras membros ou permissionárias. Consoante aludido art. 40, sua finalidade é exclusiva, e seu art. 54 impõe que seus recursos possuem destinação exclusiva e vinculada, de forma a implica-los na qualificação ora sustentada. Veja-se, ademais, que “referido Fundo seria contabilizado isoladamente de outros fundos, reservas, bens ou provisões das Bolsas de Valores” (Gustavo Alberto Villela Filho, *As Sociedades Corretoras e o Mercado de Valores Mobiliários*, Rio de Janeiro: Ed. Lumen Juris, 2003. p. 105).

²²⁷ Tais fundos, que não constituem o objeto deste trabalho, são massas patrimoniais de finalidade vinculada, criadas ou autorizadas por lei, constituídas pela União Federal, para a subvenção de operações de crédito de interesse estratégico ao país. Tais fundos são aqueles previstos na Lei nº. 12.712/2012 (fundos administrados pela Agência Brasileira Gestora de Fundos Garantidores e Garantias S.A. – AGBF, Fundo de Desenvolvimento da Amazônia e Fundo de Desenvolvimento do Nordeste); Lei nº. 13.292/2016 (Fundo Garantidor da Exportação); Lei nº. 11.786/2008 (Fundo de Garantia para a Construção Naval); Lei nº. 12.087/2009 (fundos garantidores de risco para micro, pequenas e médias empresas e para produtores rurais e suas cooperativas); Lei nº. 13.529/2017 (Fundo Garantidor de Parcerias Público-Privadas – FGP), entre outros. Nota-se, porém, que a maior parte destes fundos possui natureza contábil e/ou financeira, de forma que seu reconhecimento enquanto centro de imputação subjetiva autônomo é questionável (e, caso não se constituam enquanto entes, sua qualificação tornar-se-ia controversa) – exceção notável é o Fundo de Garantia para a Construção Naval que, nos termos do art. 1º, § 1º, da supracitada lei, possui “natureza privada e patrimônio próprio separado do patrimônio dos cotistas e será sujeito a direitos e obrigações próprios”. Entre tais fundos, porém, não se confunde o Fundo Garantidor por Tempo de Serviço (FGTS), que possui natureza jurídica própria, e variadas funções de securidade e previdência sociais.

²²⁸ Tais fundos podem ou não ser “públicos”, uma vez que, como acima indicado, alguns se organizam sob estrutura de natureza privada, ainda que todos sejam titularizados por pessoas de direito público. Portanto, não se mencionam aqui, necessariamente, fundos públicos de natureza meramente contábil. Todavia, como a própria doutrina reconhece, estes possuem elementos identificadores com o patrimônio separado: “Os fundos públicos financeiros não se confundem, pois, com os fundos de investimento. Os primeiros são um patrimônio separado de um ente público, ao passo que estes últimos são estruturas organizacionais de direito privado” (Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 130-131).

²²⁹ Ver Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 129-130.

²³⁰ O Fundo Soberano do Brasil foi criado pela Lei nº. 11.887/2008, para a finalidade específica de promover investimentos, formar poupança pública, promover políticas anti-cíclicas e fomentar projetos de interesse estratégico nacional no exterior. Possui, todavia, consoante seu art. 1º, apenas natureza contábil e financeira. Contudo, nos termos do art. 7º desta lei, os recursos deste fundo poderão ser aplicados no Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização (FFIE) que, por sua vez e conforme o § 1º do mesmo dispositivo, “terá natureza privada, patrimônio próprio separado do patrimônio do cotista e estará sujeito a direitos e obrigações próprias”, enquadrando-se na categoria ora descrita.

²³¹ Diverge-se da conclusão de Ricardo de Santos Freitas, pelos exatos termos expostos em julgado do STJ, *infra* – “O Fundo de Garantia distingue-se dos fundos de investimento por ser uma aplicação financeira de

Assim, seria possível cogitar a respeito de um gênero próprio, que corresponderia aos fundos como um todo, o qual possivelmente seria qualificado no âmbito do escopo dos patrimônios separados. Em rara manifestação jurisprudencial, o Superior Tribunal de Justiça manifestou-se a respeito da natureza jurídica do FGTS, confirmando seu enquadramento enquanto universalidade de direito e apontando para a direção ora proposta:

O FGTS é uma universalidade de direito (CC, art. 54, II) constituída pela agregação dos saldos em contas vinculadas. Tais saldos, uma vez agregados, perde individualidade, tornando-se cotas ou frações ideais. Os trabalhadores, donos das contas vinculadas, são cotistas (condôminos) do fundo. As sociedades comerciais são, em última análise, fundos (universalidades corporativas) a que se atribuiu personalidade jurídica. Os sócios de tais universalidades colocam-se, em relação a elas, como titulares de cotas (ou ações), em tudo iguais às parcelas dos trabalhadores do FGTS. (...) Na teoria geral do Direito, o fundo de capitais acomoda-se no conceito de Universalidade, ou seja, de coisa coletiva. Mais especificamente, o fundo de capitais é uma universalidade de direito. (...) Faz-se impossível identificar, dentro do fundo, uma determinada cota e seu dono. Cada cotista é dono de uma fração ideal, virtual. A identificação só acontece quando se vai desmembrar a universalidade.²³²

A seguir, se analisará a qualificação do negócio jurídico de constituição dos fundos de investimento para, então, confrontar tais conclusões com as teses ora reinantes a seu respeito.

2.2 Qualificação dos fundos de investimento sob a perspectiva contratual

Antes de aprofundar a análise da qualificação dos fundos de investimento em seu aspecto organizacional, cabe brevemente discutir qual seria o enquadramento do negócio jurídico subjacente à sua criação, ou à subscrição de cotas de fundo já existente. Em palavras diversas, importa avaliar como qualificar os fundos, se considerados na condição de contrato.

Na forma antes suscitada, tal dupla identidade não é única, sendo igualmente observada no que tange às sociedades, associações e fundações.²³³ Tais figuras existem como

titularidade única do empregado. Não está em co-propriedade com os recursos dos outros trabalhadores. Cada empregado tem sua própria conta bancária relativa ao FGTS” (Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 132).

²³² STJ, EREsp 286020, 2ª Seção, Rel. Min. Humberto Gomes de Barros, julgado em 9.5.2002 e publicado em 1.7.2002.

²³³ “Esta consequência pode-se prender à observância de determinadas condições, ou, no contrário, decorrer diretamente da conclusão do negócio, tutelando, no entanto, os terceiros quanto à constituição de um

centros de imputação, ou seja, entes ou organizações, contraindo direitos e obrigações em nome próprio. Opera-se ficção jurídica que lhes permite existir como entes autônomos no plano jurídico, técnica que facilita o tráfego, a identificação de produtos e serviços, a racionalização do trabalho e do capital e a alocação de riscos.

Simultaneamente, porém, tais entes também existem no plano contratual, uma vez que são constituídos por ato específico de seus fundadores, emendado por eventuais aditamentos. O instrumento de ato constitutivo (a tornar-se, conforme o caso, contrato social ou estatuto social), compreenderá os termos de negócio jurídico havido entre partes que buscaram associar-se para, em cooperação mútua e mediante a reunião de esforços e recursos, atingir certo fim social.²³⁴ Tal dupla posição, intrínseca a todos os grupamentos que formam organização coletiva,²³⁵ torna-se incindível, sendo fenômeno observado tanto em sociedade, quanto em grupos de debenturistas de igual série.²³⁶

Tem-se, então, semelhante arranjo no fundo de investimentos.²³⁷ Este persiste como ente, como discutido no subcapítulo anterior, titularizando ativos e contraindo passivos de forma apartada de seus titulares, em nome próprio, e mantendo relação estatutária entre cotistas, de natureza igualmente plurilateral. Ao mesmo tempo, existe como contrato bilateral de prestação continuada, firmado entre seus cotistas, administrador e demais prestadores de

patrimônio separado; não pressupõe, em absoluto, a diferente natureza do negócio *inter partes*. Não é por isso ilógico poder, este negócio, ser um contrato, assim como não é ilógico poder, a manifestação consensual das partes, ter efeitos de direito real. Patrimônio separado e pessoa jurídica são, afinal, instrumentos jurídicos para disciplinar a responsabilidade das partes pelos atos que praticam como sócios e para distinguir, assim, os interesses sociais e os interesses individuais dos sócios. A ordem jurídica, admitindo a constituição do patrimônio separado e da pessoa jurídica, unifica, em substância, a coletividade que se apresentava ainda amorfa no momento da constituição; isso, porém, não impede que, através dessa unificação, se realize, essencialmente, uma disciplina particular das relações dos sócios entre si e para com os terceiros” (Tullio Ascarelli, 1969, p. 263).

²³⁴ As características específicas das sociedades e associações, no âmbito de sua organização social, serão discutidos em maior detalhe no subcapítulo 2.4 abaixo, no qual também se delinearão suas diferenças específicas com relação aos fundos de investimento.

²³⁵ Veja-se discussão específica nos subcapítulos 2.2, 2.4 e 3.2.1 *infra*.

²³⁶ “Há uma relação de derivação entre a aquisição da posição de debenturista e a de membro da organização coletiva. Isto é, ao adquirir o título, o credor passa de uma só vez a ser titular de duas posições subjetivas interligadas e inseparáveis, surgindo, assim, o fenômeno da *incindibilidade* entre as posições. Por tal razão, a transferência do título opera a transmissão simultânea das duas posições subjetivas, assim como a extinção do empréstimo encerram-nas, também, concomitantemente” (José Romeu Garcia do Amaral, *Regime Jurídico das Debêntures*, 2.ed., São Paulo: Almedina, 2016. p. 218).

²³⁷ Como se sustentará adiante (v. subcapítulo 2.4 *infra*), os fundos de investimento, enquanto entes, possuem marcantes e decisivas diferenças com relação às sociedades e às associações. Como ponto de contato, todavia, possuem a identidade ambivalente, simultaneamente organizacional e contratual.

serviço do fundo e mantido no curso de toda a sua operação. Seu instrumento central é chamado de Regulamento (art. 44 e seguintes da ICVM nº. 555/2014), e reúne os termos centrais a que se sujeitam seus participantes e prestadores de serviço, para além da regulamentação específica.

Inicialmente, rememora-se a supracitada posição de Bruno Miragem,²³⁸ no qual o autor explicita sua posição no sentido de o negócio jurídico subjacente à constituição de fundo de investimento ser um ‘contrato de investimentos’, de caráter oneroso e aleatório,²³⁹ estabelecido entre investidor e administrador, no momento em que aquele subscreve as cotas do fundo de investimentos. Todavia, seguindo o caminho estabelecido nos subcapítulos anteriores, assevera-se que o procedimento de qualificação é realizado mediante a apreciação da síntese da mínima unidade de efeitos essenciais pretendida pelas partes com aludido negócio, conformada, em segundo momento, por seu interesse concreto.²⁴⁰

Logo, qual seria o efeito pretendido pelas partes com a elaboração do regulamento e subscrição das cotas do fundo de investimentos? Evidentemente, para se realizar comunhão de recursos na forma específica do fundo de investimentos, patrimônio separado administrado por terceiro, para atingir um fim específico. Se tal fim deverá ser necessariamente o de investimentos ou não, será questão discutida no terceiro capítulo deste trabalho. De todo modo, poderiam as partes investir os seus recursos adotando (ou aderindo a) diversas outras formas – por exemplo, utilizando sociedade como veículo intermediário ou adquirindo valores mobiliários diretamente, sem recorrer a intermediário.²⁴¹

Inclusive, tais modalidades evitariam a incidência dos custos de transação atinentes aos fundos de investimento,²⁴² como a taxa de administração (entre outras possíveis despesas:

²³⁸ Bruno Miragem, 2013, p. 437-438 e 447.

²³⁹ Diverge-se desta posição, contudo, como se exporá a seguir.

²⁴⁰ Para a inteira justificação desta metodologia, ver subcapítulo 1.1 *supra*.

²⁴¹ “No mercado financeiro, o investidor terá um leque de opções composto por produtos individualizados e produtos coletivizados. [...] Outros produtos disponibilizados pelo mercado financeiro, entretanto, apresentam-se sob a forma de uma coletivização de bens ou direitos, em que o investidor será parte de um agrupamento de sujeitos que comungam de bens e interesses para a persecução da valorização do patrimônio comum que temporariamente formaram” (Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 53).

²⁴² Nesse sentido, ao ponderar o ingresso em fundo de investimentos, o investidor deve avaliar custos e benefícios perante as opções de realizar a atividade por conta própria e de fazê-lo por meio de fundo, adquirindo os serviços de *compliance* e de gestão de ativos: “A produção *interna corporis* envolve custos; a contratação com terceiros também. Tudo está em *ponderar* qual o caminho mais lucrativo: adquirir o bem no mercado ou obtê-lo internamente?” (Paula A. Forgioni, 2010, p. 61).

taxas de ingresso e saída,²⁴³ taxa de performance, taxa de custódia, tributos etc.),²⁴⁴ e os próprios custos e riscos decorrentes de eventual conflito de interesses do administrador ou gestor.²⁴⁵ Porém, as partes especificamente desejam reunir recursos através deste veículo intermediário, colocando-os sob a administração profissional de terceiro, ainda que tal decisão lhes impute diferentes gastos. As razões para que o façam serão, novamente, objeto do terceiro capítulo. Apesar disso, é seguro afirmar que a decisão de subscrever cotas de fundo de investimentos, preterindo diversas outras formas, envolve a opção por sua peculiar estrutura.

No último subcapítulo, se delinearam os efeitos essenciais dos fundos de investimento. Tais efeitos seriam, em última análise, o que motivaria as partes a participar de fundo de investimentos, aderindo a seu regulamento. Há, contudo, um relevante aspecto dos fundos que merece adicional relevo. Os fundos de investimento são sempre constituídos, art. 6º da ICVM nº. 555/2014, por deliberação exclusiva de seu administrador.

Se trata, portanto, de negócio jurídico unilateral, ainda que a doutrina costume defender a existência de ato jurídico unilateral.²⁴⁶ Se entende que se trata de negócio jurídico unilateral, e não mero ato, por persistir (i) declaração (expressa) de vontade, com conteúdo decisório, e não simples manifestação – vez que o administrador registra o regulamento do fundo em um Ofício de Títulos e Documentos e requer seu registro à CVM; e (ii) comportam

²⁴³ “A taxa de ingresso e a taxa de saída não são muito utilizadas no Brasil. Enquanto aquela objetiva remunerar o administrador pelas atividades de propagando e de promoção do fundo, assim como pelas despesas atinentes à admissão de um novo cotista, esta objetivaria ressarcir-lo por gastos oriundos do regaste das cotas” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 113).

²⁴⁴ “A taxa de administração compreende a contraprestação pelas atividades gerais do administrador, abrangendo inclusive os valores pagos a terceiros contratados para prestá-las, excetuados os valores decorrentes da prestação de serviços de custódia. A taxa de administração deve ser fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo [...] A taxa de *performance* (*success fee*), por sua vez, será devida se o fundo obtiver um desempenho superior a determinada meta, nos termos da previsão constante no regulamento. Assim, em tese, essa taxa representaria um bônus ao administrador por proporcionar uma maior rentabilidade para o cotista, havendo convergência de estímulos em prol da superação da meta” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 111-112).

²⁴⁵ “Pela estrutura e finalidade das companhias, o ideal seria que os administradores efetivamente agissem no interesse dos acionistas. Contudo, seria ingenuidade acreditar que isso sempre acontece. Com o intuito de minorar esse conflito, há uma série de procedimentos ou atitudes que podem ser adotados para alinhar os interesses. A adoção dessas condutas, entretanto, gera custos de transação, nomeadamente os custos de agência” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 114).

²⁴⁶ “Os fundos de investimento são constituídos mediante ato unilateral do administrador, que elabora e aprova o regulamento” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 84). Note-se, ainda: “Os fundos são constituídos por ato de seu administrador, que também aprova o regulamento, que é o documento que rege o fundo e, em conjunto com a lâmina e o formulário de informações, divulga as características do fundo ao público” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 90).

a posterior bilateralização, com a eventual subscrição de cotas por investidores, sendo, então, direcionados a sujeitos determináveis.²⁴⁷⁻²⁴⁸ Apenas posteriormente, o administrador (ou, se houver, o distribuidor) efetivamente distribui as cotas do fundo, então oferecidas pelo administrador ou distribuidor (negócio jurídico unilateral diverso).²⁴⁹ A partir desta oferta, serão as cotas subscritas por seus titulares, que passarão a aderir ao regulamento previamente aprovado. Nessa direção, se trata de negócio jurídico unilateral constitutivo, estruturalmente semelhante ao negócio *fundacional*, próprio à constituição de fundações civis.²⁵⁰

Neste momento, o fundo é “entregue” aos cotistas, que passam a deliberar a respeito das matérias atinentes ao veículo – notadamente, aprovando alterações ao regulamento,

²⁴⁷ “Temos então que, no ato jurídico, a eficácia decorre da lei, é *ex lege*, enquanto no negócio jurídico decorre da própria vontade do agente, é *ex voluntate*. Outra diferença existe na circunstância de que o ato jurídico em senso estrito é simples atuação de vontade, enquanto o negócio jurídico é instrumento da autonomia privada, poder que os particulares têm de criar as regras de seu próprio comportamento para a realização de seus interesses” (Francisco Amaral, 2003, p. 214). No mesmo sentido, a demonstrar o caráter negocial do ato do administrador: “Ato jurídico em senso estrito e negócio jurídico são manifestações de vontade, mas diferem quanto à estrutura, à função e aos respectivos efeitos. Quanto à estrutura, enquanto no primeiro temos uma ação e uma vontade simples, no segundo, temos uma ação e uma vontade qualificada, que é a de produzir um efeito jurídico determinado. No negócio jurídico a vontade caracteriza-se por sua finalidade específica, que é a gênese, modificação ou extinção de direitos. É chamada vontade negocial, que tem objetivo próprio e é normativa e vinculante, no sentido de estabelecer as normas reguladoras dos interesses das partes. O negócio jurídico é, portanto, exercício de autonomia privada, tendo, por isso, conteúdo normativo. A sua essência está nos dois elementos, vontade e autonomia privada. O ato jurídico em senso estrito não tem esse conteúdo. A vontade que exprime não se dirige à produção de efeitos jurídicos específicos desejados pelo agente. Eles dependem da lei, onde já estão previstos. Quanto à função que podem exercer, o negócio jurídico é o instrumento com que o particular dispõe de seus direitos, o que não se verifica com o ato jurídico em senso estrito, cujos efeitos é a lei que estabelece. Diz-se, por isso, que este serve aos interesses gerais da comunidade, enquanto aquele se encontra a serviço dos interesses privados” (Francisco Amaral, 2003, p. 235-236).

²⁴⁸ “A diferença fundamental entre essas espécies está em que os atos jurídicos *stricto sensu* não declaram vontade, apenas a manifestam. Mesmo quando manifestam vontade, nada obstante, o seu conteúdo não é decisório, mas emissão de enunciado assertórico. [...] Já o negócio jurídico unilateral, diferentemente, tem na vontade decisória ou dispositiva o seu elemento nuclear, seja por meio de declaração de vontade ou, nalguns casos, através de exteriorização material de vontade decisória ou dispositiva. [...] Os negócios jurídicos unilaterais, asseveramos, não se confundem com os atos jurídicos *stricto sensu*. Nos atos jurídicos *stricto sensu* há manifestação de vontade (ou seja, todas as suas espécies menos declaração de vontade e exteriorização material de vontade), sem que haja possibilidade de bilateralização da relação jurídica, dada a sua própria natureza. De outra banda, nos negócios jurídicos unilaterais há comumente declaração de vontade ou, por vezes, exteriorização material de vontade, de um figurante da relação jurídica, dirigida a sujeitos determinados ou determináveis, sendo, porém, vinculativa para quem a editou ou manifestou” (Adriano Soares da Costa. *Distinção entre ato jurídico stricto sensu e negócio jurídico unilateral: Breves anotações à margem de Pontes de Miranda* in *Revista Jus Navigandi*, Teresina, ano 21, n. 4627, 2 mar. 2016. Disponível em: <https://jus.com.br/artigos/46907>. Acesso em: 10 fev. 2018).

²⁴⁹ Veja-se que, entre o momento da constituição do fundo e da distribuição de suas cotas, o administrador pode nominalmente titularizá-las, desde que limitado ao prazo máximo de 360 (trezentos e sessenta) dias e ao valor de R\$ 10 (dez) milhões de reais, como autoriza o art. 3º, I, da Resolução CMN nº. 3.334/2005.

²⁵⁰ Veja-se, assim, Daniel Pires Novais Dias, *Negócio Fundacional: criação de Fundações Privadas*, São Paulo: Método, 2014.

conforme o art. 45 da supracitada instrução. Curiosamente, observa-se que, pela *ratio* da normativa da CVM, o fundo de investimentos é produto financeiro, inicialmente idealizado, formatado e oferecido pelo administrador. Posteriormente, os aderentes passariam a deter efetiva influência, podendo decidir em eventual Assembleia de Cotistas – desde que não interfiram no exercício do poder de gestão pelo administrador ou gestor (refira-se ao subcapítulo 3.1.1.2, abaixo).

Sabe-se, porém, que tal narrativa nem sempre corresponde à realidade. É comum, nesse sentido, que os fundos que possuem gestor (que avocará o poder discricionário de aplicação dos recursos do fundo, em substituição parcial ao poder geral do administrador), – circunstância comum a muitos fundos, com exceção daqueles de baixa complexidade, como os que aplicam em ativos de renda fixa –, tenham sido idealizados e sejam efetivamente comandados por este.²⁵¹ Nada além de decorrência natural do mercado, considerando que aquele que estipula as decisões relacionadas à atividade-fim do fundo que deterá efetivo controle sobre o mesmo. Tamanha é a importância do gestor para os fundos de investimento, que é usual que seu nome conste do material de divulgação do fundo em destaque, preterindo-se a identificação do administrador, uma vez que será o gestor o responsável por perseguir a rentabilidade do fundo. Referida prevalência será novamente abordada em crítica específica (ver subcapítulo 2.4 *infra*).

Além disso, também não é tão incomum que certos fundos, notadamente aqueles de maior complexidade (em especial, fundos de investimento estruturados ou de estratégia ilíquida – regidos por normativa específica, que não a ICVM nº. 555/2014),²⁵² sejam constituídos a pedido de seus futuros cotistas. Esta situação é mais recorrente em fundos planejados por poucos cotistas (ou cotista único, como no caso dos fundos exclusivos).²⁵³ Como fundos complexos requerem não apenas um entendimento mais profundo de sua

²⁵¹ “Ao lado disso, na prática, muitas vezes o próprio gestor é quem toma a iniciativa de criação de determinado fundo. Ele contrata um administrador, que constitui legalmente o fundo e, no próprio regulamento, prevê a contratação do respectivo gestor” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 108).

²⁵² “Ante o teor da mencionada Instrução, pode-se dizer que há dois tipos básicos de fundos de investimentos: o primeiro conhecido no mercado como fundos de investimentos estruturados, integralmente regulado pela Instrução 555/2015 (sic), os demais denominados fundos de investimentos não estruturados, com políticas de investimentos tão específicas que, embora também regulados pelas normas gerais previstas na mencionada Instrução 555/2015, têm normatização complementar própria” (Norma Jonssen Parente, 2016, p. 258).

²⁵³ “Em geral, tais fundos [estruturados] não estão disponíveis. São constituídos e formatados para investidores mais qualificados, visando a um fim específico. Para ampliar o retorno do investimento, o administrador participa ativamente por meio de uma governança eficaz” (Norma Jonssen Parente, 2016, p. 261).

estrutura jurídica e dos riscos envolvidos, mas também um aporte maior de capital, tais instrumentos têm sua utilização restrita a instituições ou grandes investidores, que buscam elaborar seus próprios veículos, moldando o regulamento e elegendo os prestadores de serviços do fundo previamente e à sua própria confiança. Não à toa, muitos destes fundos estruturados, assim como os fundos classificados como restritos ou exclusivos, são limitados à participação de investidores qualificados ou profissionais.²⁵⁴

Como já se mencionou e se abordará em detalhe no quarto e último capítulo, beneficiando-se a partir da estrutura relativamente flexível destes veículos, com frequência tais fundos têm sido utilizados por estes investidores – até mesmo por serem, via de regra, estes os únicos que *podem* utilizá-los –²⁵⁵ para outras finalidades distintas do investimento.

Nota-se, então, que pode existir negócio jurídico, entre cotistas e agentes do fundo, ou entre os agentes do fundo, que anteceda o ato jurídico unilateral de constituição do veículo pelo administrador. Referido elemento é, porém, apenas acidental aos fundos de investimento, tendo a sua importância valorada em cada caso concreto. Obrigatoriamente, à existência dos fundos de investimento seguirão três fatos jurídicos: primeiro, o negócio jurídico unilateral de constituição, depois, o ato jurídico unilateral de oferta das cotas que, somente então e com a aceitação pelos cotistas, verte-se no negócio jurídico bilateral de subscrição, representado pelo termo de adesão firmado por cotista, conforme o art. 25 da ICVM nº. 555/2014.

Tal negócio jurídico de subscrição das cotas é, com relação a cada cotista e o administrador (e demais agentes do fundo), bilateral e oneroso. Bilateral, pois é verificada a sinalagmaticidade – há nexo de corresponsabilidade (interdependência funcional)²⁵⁶ entre os

²⁵⁴ Os conceitos de investidores qualificados e profissionais, classificação empregada pela CVM, são delimitados e tratados em maior detalhe no subcapítulo 3.1.3, a seguir.

²⁵⁵ É tal circunstância, em conjunto com outras, abordada em perspectiva crítica, no quarto capítulo.

²⁵⁶ “O conceito de corresponsabilidade, insista-se, refere-se ao particular nexo que liga indissolavelmente as prestações contratuais de modo que cada uma é causa da outra. A corresponsabilidade foi definida como ‘*scambio in senso giuridico*’ e revela a recíproca transferência de bens ou serviços em um único engenho negocial. Utilizando a noção de causa como a síntese dos efeitos essenciais do negócio, deve-se ressaltar que tal síntese abrange a maneira – corresponsável ou não – como se interligam aqueles efeitos. [...] A interdependência funcional entre os efeitos essenciais serve, de modo especial, a determinar a função negocial. De fato, observou-se que o nexo de sinalagmaticidade, isto é, a particular coligação jurídica entre os efeitos do contrato, é índice do nexo funcional existente entre os recíprocos interesses contratantes” (Maria Celina Bodin de Moraes, *A Causa do Contrato*. p. 17-18). Veja-se também: “Não é pacífica a noção de *contrato bilateral*. Para alguns, assim deve qualificar-se todo contrato que produz obrigações para as duas partes, enquanto para outros a sua característica é o *sinalagma*, isto é, a dependência recíproca das obrigações, razão por que preferem chama-los *contratos sinalagmáticos* ou de *prestações correlatas*. Realmente, nesses contratos, uma obrigação é a causa, a razão de ser, o pressuposto da outra, verificando-se interdependência essencial entre as prestações” (Orlando Gomes, *Contratos*, 26.ed., Rio de Janeiro: Forense, 2007. p. 85).

serviços prestados pelos agentes do fundo²⁵⁷ e a contraprestação arcada pelos cotistas, na forma dos meios de remuneração estipulados no regulamento, as quais corresponderão, no mínimo, à taxa de administração.²⁵⁸ Quando estipulada a taxa de performance, há ainda segundo vínculo de corresponsabilidade, contrapondo o pagamento extra ao gestor ao atingimento de rentabilidade que ultrapasse o *benchmark* previsto como referencial. Aludido negócio jurídico também se qualifica como oneroso,²⁵⁹ porque nenhuma das partes participa do arranjo por liberalidade, persistindo o intercâmbio de vantagens patrimoniais, às quais assumem semelhante percepção valorativa, equivalendo os serviços prestados e o montante pago a título remuneratório.²⁶⁰

O questionamento fulcral atinente à matéria ora debatida, porém, está circunscrito à natureza do vínculo entre cotistas. Cumpre questionar se, de fato, perante a adesão dos cotistas ao fundo de investimentos, há relação contratual. Inicialmente, investigar-se-ia se há negócio jurídico, no contexto em análise: como antes indicado, a princípio, há vínculo apenas

²⁵⁷ No subcapítulo 3.1.1 abaixo, discute-se a qualificação das diferentes obrigações prestadas pelos agentes do fundo: algumas serão de resultado (ou em “caráter firme”), outras de meio (ou em “melhores esforços”).

²⁵⁸ Tratada acima, na nota de rodapé nº. 240, e novamente discutida nos subcapítulos 2.2 e 3.1.1, a seguir.

²⁵⁹ “Trata-se de negócio oneroso. O administrador do fundo é remunerado, como regra, por taxa de administração fixa, prevista no regulamento, e expressa em percentual anual do patrimônio líquido. Da mesma forma, pode estabelecer o regulamento taxa de performance, de ingresso e de saída, a ser cobrada dos cotistas, observados os limites estabelecidos na norma regulatória” (Bruno Miragem, 2013, p. 439).

²⁶⁰ A reforçar tal noção de onerosidade e gratuidade, que adiciona sobre as percepções comumente sustentadas pela doutrina até hoje (por exemplo, Pontes de Miranda, *Tratado de Direito Privado – Parte Especial: Direito das Obrigações*, T. 38, atualizado por Claudia Lima Marques e Bruno Miragem, São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2012, p. 506), vejamos as considerações de Francesco Messineo (“Si chiama *oneroso* (a titolo *oneroso*), il contratto in cui ciascuna parte subisca un *sacrificio* (depauperamento) patrimoniale (prestazione che essa adempie), ma *allo scopo di procurarsi un vantaggio* corrispondente, ossia di *ricevere un'attribuzione patrimoniale*, o *arricchimento* (controprestazione). Sacrificio e vantaggio stanno, di regola, in *rapporto di equivalenza* [...] la distinzione fra contratto oneroso e contratto gratuito è fondata sul vario *rapporto fra vantaggio e sacrificio*, che il contratto implica per le parti”, em *op. cit.*, p. 619-621. Em tradução livre: “Se chama oneroso (a título oneroso), o contrato no qual cada parte suporta um sacrifício (dispêndio) patrimonial (prestação que essa adimple), com o escopo de procurar uma vantagem correspondente, isto é, receber a atribuição patrimonial ou enriquecimento (contraprestação). Sacrifício e vantagem estão, em regra, em relação de equivalência [...] a distinção entre contrato oneroso e gratuito tem baseia-se nas várias relações entre vantagem e sacrifício que o contrato implica para as partes”); e de Pietro Perlingieri (“Tuttavia, la corresponsività non si identifica con l'onerosità che costituisce, invece, il risultato di una valutazione economica delle reciproche attribuzioni delle parti. Il contratto è oneroso là dove sussiste un'equivalenza o un'adeguatezza, sul piano economico, tra le prestazioni contrattuali. Il contratto è gratuito, invece, là dove faccia difetto tale adeguatezza”, em Pietro Perlingieri, *Manuale di Diritto Civile*. p. 462. Em tradução livre: “Todavia, a corresponsividade não se identifica com a onerosidade e constitui, ao invés, o resultado de uma valoração econômica de recíprocas atribuições das partes. O contrato é oneroso quando há equivalência ou adequação, em termos econômicos, entre as prestações contratuais. O contrato é gratuito, no entanto, quando falta tal adequação”).

entre cotistas e administrador do fundo, inexistindo interação entre cotistas.²⁶¹⁻²⁶² Nessa esteira, não se verifica manifestação de vontade que forme liame contratual entre cotistas, requisito para que se dê negócio jurídico entre os mesmos.²⁶³ Pelo contrário, a única adesão se dá entre cotista e administrador, ao que aquele se obriga perante regulamento definido unilateralmente por este. A condição de cotista representaria, assim, situação jurídica que decorre do próprio regulamento, ao qual todos aderem individualmente (e apenas conjuntamente o modificam), conjugado às leis e instruções da CVM aplicáveis. A relação entre cotistas teria, portanto, natureza estatutária, que decorre das normas aplicáveis, e não contratual, vez que, *a priori*, estes não firmam contrato entre si, mas apenas participam de arranjo comum estabelecido com terceiro.

No momento em que aderem ao regulamento, os cotistas assumem idêntica posição, em convergência de interesses, típica do vínculo estatutário.²⁶⁴ Tal posição é reafirmada pelo art. 11 da ICVM nº. 555/2014, que expressamente prevê a isonomia dos cotistas.

Analogamente, a relação entre cotistas se daria de forma que remete à dos vizinhos, que passam a assumir diversos deveres de tolerância decorrentes de lei – e possivelmente, ainda, integram condomínio edilício, com convenção própria, sem firmar contrato entre si. A condição de cotista, porém, é posição jurídica que carrega os seus efeitos. Os cotistas realizam (ou podem realizar) série de atos coordenados que, voltados à finalidade comum (rentabilidade ou outra), configuram uma atividade,²⁶⁵ ainda que não reúnam o elemento volitivo próprio aos negócios jurídicos.

²⁶¹ Félix Ruiz Alonso, 1971, p. 255-257.

²⁶² Ver subcapítulo 3.2 abaixo, para análise pormenorizada da natureza da relação entre cotistas.

²⁶³ “Por negócio jurídico deve-se entender a declaração de vontade privada destinada a produzir efeitos que o agente pretende o o direito reconhece. Tais efeitos são a constituição, modificação ou extinção de relações jurídicas, de modo vinculante, obrigatório para as partes intervenientes” (Fernando Amaral, 2003, p. 235).

²⁶⁴ Fazendo-se as necessárias ressalvas, à inaplicabilidade dos termos “sociedade” e “pessoa jurídica” aos fundos de investimento (ver subcapítulo 2.4 abaixo), vale remeter ao seguinte entendimento: “Em relação aos sócios, ou seja, em respeito às relações deles, consideradas individualmente, os estatutos não apresentam *caráter contratual*. Apresentam-se, depois de aprovados, como um *pacto* ou *lei autônoma*, que se diz a própria constituição fundamental da pessoa jurídica, por ela regulada. É um *pacto coletivo*. Por sua essência, o contrato faz produzir direitos e obrigações entre os contratantes. Mas, pelos estatutos, todas as pessoas participantes da organização, por eles reguladas, assumem *posição idêntica*, havendo afinidades de interesses, o que já os distancia do contrato, em regra promotor de relações jurídicas entre duas ou mais pessoas, ou sujeitos de direitos, onde (sic), às mais das vezes, os próprios objetos (interesses) são opostos” (De Plácido e Silva, 2006, p. 560).

²⁶⁵ Aqui se remete ao conceito de atividade invocado pela antiga doutrina comercialista: “Attività non significa atto, ma una serie di atti tra loro coordinabili in relazione ad una comune finalità” (Rodolfo Calamandrei,

Então, mesmo sem negócio jurídico, a depender de como as atividades de condução do fundo de investimentos se deem, é possível que excepcionalmente se estabeleça contrato entre cotistas, por coordenação de atos, no sentido do que expõe Juliana Pedreira da Silva.²⁶⁶ Para tanto, a interação entre cotistas deve compreender interação entre os mesmos, que figure relação contratual entre si.²⁶⁷ Assim, caso os cotistas coordenem-se previamente visando a constituição de fundo personalizado, ou mesmo para que, no curso de sua participação em fundo já existente, pratiquem atos de associação em assembleia,²⁶⁸ é possível que se configure interação contratual propriamente dita.

Contudo, a verificação deste liame contratual pouco influiria, na prática. De um jeito ou outro, mesmo que a relação entre cotistas seja meramente estatutária, nota-se posição de natureza plurilateral ou associativa, manifestada a partir de seu interesse comum (que, então, independerá da necessária existência de contrato entre estes, ainda que sua ausência torne seu vínculo menos potente), ao exemplo daquele próprio às sociedades ou aos contratos de parceria, consórcio ou *joint venture*.²⁶⁹ Importa dizer, ademais, que todo vínculo estatutário é, por natureza e definição, plurilateral, prescindindo de sua qualificação enquanto contrato. Todavia, tal vínculo poderá incluir suas particularidades, o que será objeto do subcapítulo 3.2 abaixo.

Como explicita Tullio Ascarelli, ao delimitar a relação plurilateral:

Com efeito, podem as normas jurídicas visar quer uma ‘repartição’ de bens, quer, porém, ao contrário, uma ‘cooperação’ na utilização deles. Na primeira hipótese o aproveitamento, sucessivo, do bem por parte do sujeito fica, em princípio no âmbito geral do lícito jurídico; na segunda hipótese, ao contrário, é ele, objeto de disciplina

Società e delle Associazioni Commerciali, V. 1, Turim: União Tipográfico-Editrice, 1884. p. 147). Em tradução livre: “Atividade não significa ato, mas uma série de atos que podem ser coordenados em relação a uma finalidade comum”.

²⁶⁶ Juliana Pedreira da Silva, *Contrato sem Negócio Jurídico*, São Paulo: Atlas, 2011. p. 125-130.

²⁶⁷ Permita-se remeter ao subcapítulo 2.4 abaixo, no que tange à usual falta de condução das atividades do fundo por cotistas, deixando-se a mesma nas mãos dos prestadores de serviços do fundo.

²⁶⁸ Cogite-se algumas possibilidades: decisões conjuntas a respeito de amortização de certas cotas, intervenção em atos que seriam próprios dos prestadores de serviços do fundo, alteração de cláusulas do regulamento que incorra em contraprestação ou associação entre cotistas.

²⁶⁹ Ana Frazão, *Joint Ventures Contratuais* in *Revista de Informação Legislativa*, v. 52, n. 207, jul./set. 2015. p. 193-194.

jurídica, e, portanto, o contrato assume um cunho ‘instrumental’ quanto à disciplina das sucessivas relações jurídicas das partes.^{270,271}

Nesse sentido, nota-se a distinção que o autor estabelece entre relações que apenas distribuem bens e direitos, obrigações e riscos, a partes específicas, postas em contraposição (unilaterais e bilaterais); e outras, que estipulam regime de compartilhamento de riscos e lucros, de utilização de bens e direitos, em posição de cooperação (plurilaterais). De modo distinto das relações bilaterais, seus efeitos essenciais não são delimitáveis a partir de certa troca de obrigações e direitos entre os dois polos relacionais, em vínculo linear. Pelo contrário, estas são sujeitas ao intercâmbio entre as partes, que se relacionam à coletividade unitariamente compreendida. Notadamente, são relações nas quais os participantes assumem posição “circular”, com direitos e obrigações contraídos perante a coletividade de partes, e não em face a cada parte individualmente considerada – decorrência do fato de que seus integrantes se associam para atingir finalidade comum, que forma seu vínculo e lhes garante benefícios compartilhados (consistente na realização deste fim coletivo). Na arguta observação de Ana Frazão, os contratos (no caso, relações) plurilaterais distinguem dos demais não pela ocorrência de cooperação entre as partes – afinal, por força da boa-fé objetiva, a cooperação é encontrada em qualquer arranjo contratual –, mas sim por esta compor o cerne do objeto contratual, “o que se traduz na própria consecução do fim comum”.²⁷²

²⁷⁰ Tullio Ascarelli, 1969, p. 257. Com relação aos ditos contratos de troca ou intercâmbio, veja-se: Nos contratos de intercâmbio, o incremento da vantagem econômica de uma parte leva à diminuição do proveito de outra. O exemplo típico é a compra e venda: mais alto o preço que Tício consegue obter pela alienação de suas ovelhas a Caio, maior a vantagem de Tício, em detrimento da de Caio. *Aqui, os interesses das partes são contrapostos*” (Paula A. Forgioni, 2010, p. 155).

²⁷¹ “Tem assim o *contrato plurilateral associativo* natureza especial, na medida em que há entre os contratantes *un lien sympathique*, ou seja, um interesse comum, e não um interesse contrastante. Com efeito, nos contratos associativos e dentre eles no da sociedade anônima, todos os fundadores constituem uma pluralidade de partes que se congregam em torno de interesses idênticos, voltados para um mesmo fim. Neles as prestações dessa pluralidade de partes são qualitativamente idênticas. Falta, portanto, os requisitos da reciprocidade e da contraposição de interesses, típicos dos contratos de troca celebrados entre duas partes com interesses opostos (um quer vender e receber o preço; outro quer comprar e receber a coisa)” (Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, 3.Ed. São Paulo: Saraiva, 2003, V. 2. p. 312).

²⁷² “Assim, o que distingue os contratos associativos dos demais contratos híbridos e mesmo dos contratos de troca não é propriamente a existência de cooperação, mas sim o grau e o tipo desta. Nos contratos de simples troca, a cooperação é um dever lateral, já que as prestações das partes são naturalmente distintas e contrapostas. Nos contratos híbridos lato sensu, a cooperação é intensa e típica dos contratos relacionais, mas não chega necessariamente ao ponto de se traduzir em empresa comum com identidade de propósitos entre os contratantes. Já nos contratos associativos, a cooperação corresponde à própria prestação ou aos deveres principais assumidos pelas partes, o que se traduz na própria consecução do fim comum” (Ana Frazão, 2015, p. 195).

À primeira vista (e reconhecendo-se ou não liame contratual) já parece, então, que o interesse mútuo dos cotistas se enquadraria nesse tipo, vez que reúnem recursos para atingir fim comum expresso em regulamento, em negócio jurídico de duração longa ou indeterminada.

Cabe, porém, seguir investigando a sua compatibilidade. Na forma em que prossegue Tullio Ascarelli, a categoria plurilateral assume certos efeitos essenciais, considerando a sua marcante falta de correspectividade ou sinalgmaticidade. Assim, como primeira e mais fundamental característica, nota-se que há comunhão de interesses, incorrendo as partes em finalidade comum, fator que efetivamente unifica as suas adesões.²⁷³ A partir destes fatores, verifica-se (i) a *possibilidade* de participação de mais de dois polos na relação,²⁷⁴⁻²⁷⁵ o que também implica na possibilidade de manutenção da relação jurídica mesmo perante a exclusão²⁷⁶ ou a substituição das partes em seu curso,²⁷⁷ desde que seu fim comum ainda possa ser atingido, e de forma que eventuais vícios deverão ser imputados a todas as partes para incorrer em sua anulabilidade;²⁷⁸ (ii) que todas as partes contraem direitos e obrigações, exigíveis por e perante todas as demais partes,^{279 - 280} e que tais direitos podem ser quantitativamente distintos, mas nunca qualitativamente (noutras palavras, sendo de igual natureza), pois direcionados à consecução de fim comum²⁸¹ e que, dada a inexistência de correspectividade, as obrigações de cada parte não se encontram em posição de equivalência,

²⁷³ Ana Frazão, 2015, p. 271.

²⁷⁴ Ana Frazão, 2015, p. 266-267.

²⁷⁵ Existem contratos nos quais constam múltiplas partes, e mesmos múltiplos grupos de partes. Porém, para cada direito disposto no contrato, há obrigação atribuível a contraparte, de forma que se observam diferentes relações de correspectividade. Nos contratos unilaterais, não há relação de correspectividade.

²⁷⁶ Ana Frazão, 2015, p. 290.

²⁷⁷ Ana Frazão, 2015, p. 284.

²⁷⁸ Ana Frazão, 2015, p. 271.

²⁷⁹ Ana Frazão, 2015, p. 267-268.

²⁸⁰ Não importa em dizer que, no contrato plurilateral, não possam existir certas obrigações e direitos que poderiam ser classificados como de caráter unilateral ou bilateral. Todavia, os direitos e obrigações que compõem os efeitos essenciais do negócio jurídico plurilateral deverão ser distribuídos proporcionalmente entre todas as partes. E, mesmo que alguma parte tenha, por exemplo, a prerrogativa de receber maior parte dos lucros ou assuma mais riscos que as demais, ao menos alguma proporção da rentabilidade deve ser alocada para todos, constituindo interesse comum; e alguma proporção dos riscos deveria ser distribuída por igual entre as partes.

²⁸¹ Ana Frazão, 2015, p. 275-276.

não cabendo a compensação²⁸² ou o recurso aos remédios próprios dos contratos e relações bilaterais, como a exceção de contrato não cumprido;²⁸³ (iii) que o contrato ou relação estatutária poderá ser constituído sucessivamente, com contínuas adesões por outras partes para além das originais (as “subscrições”), vinculando-se as partes ao supracitado fim social, representado pela manutenção do contrato social ou regulamento vigente ao momento de sua adesão;²⁸⁴⁻²⁸⁵ (iv) que são sempre de execução continuada, com diferimento temporal;²⁸⁶ e (v) que tais arranjos constituem função “instrumental” à relação das partes, disciplinando a mesma, regulando os direitos individuais, de um lado, e os coletivos, de outro; delimitando-se assim o momento de sua “conclusão” – no qual as partes apresentam interesses contrapostos –, e o de sua execução – que implica na cooperação entre partes.²⁸⁷⁻²⁸⁸

Tais caracteres, resta claro, são próprios da relação estatutária ou de contratos que a origemem (sociedade), ou que apresentem caráter associativo sem liame estatutário (*joint venture*, consórcio, parceria, franquia, assistência técnica, entre outros).²⁸⁹ Além disso, todas as características compatibilizam-se com os fundos de investimento, remetendo-se ao já exposto no subcapítulo 1.1 acima.

Com relação ao último ponto suscitado, tem-se a possibilidade da convivência de qualificação própria do negócio jurídico havido entre cotista e administrador, como relação bilateral, e da relação entre cotistas, como eventual composição de interesses de tipo plurilateral. Ao passo que, naquele, o administrador e o cotista estabelecem relação correspectiva e com interesses distintos: enquanto o cotista deseja atingir o fim comum, o administrador e demais agentes do fundo desejam receber sua remuneração, ainda que em contrapartida ao seu trabalho no sentido da consecução daquele fim comum.

²⁸² Ana Frazão, 2015, p. 277.

²⁸³ Ana Frazão, 2015, p. 288-290.

²⁸⁴ Ana Frazão, 2015, p. 268-270.

²⁸⁵ Tal aspecto diz respeito ao chamado direito de retirada, mencionada acima, e discutido em detalhe posteriormente (v. subcapítulo 3.2.2 *infra*).

²⁸⁶ Ana Frazão, 2015, p. 274.

²⁸⁷ Ana Frazão, 2015, p. 273-274.

²⁸⁸ Em sentido análogo, veja-se Oscar Barreto Filho, 1956, p. 183-184.

²⁸⁹ Ver subcapítulos 2.4 e 3.2.1 *infra*.

Referida dualidade é comum também à sociedade, ainda que com relevante distinção. Nestes contratos, há interesses antagônicos dos sócios no momento da constituição da sociedade, quando negociam quais serão as respectivas contribuições e as atribuições específicas etc.; assumindo caráter cooperativo no momento de sua execução.²⁹⁰ Igualmente, o fundo de investimentos encerra dois momentos distintos: o da constituição do fundo e da adesão de cada cotista, no qual se estabelece o vínculo entre administrador e cotista; e também na adesão, bem como na execução das atividades do fundo propriamente dito, nos quais verificar-se-ia relação estatutária plurilateral entre cotistas, que podem se reunir em Assembleias para deliberação e que visariam igual fim comum, representado pelo regulamento.

Entende-se que as relações jurídicas plurilaterais são também chamadas – em sua classificação tomada a partir de sua função econômica²⁹¹ – de associativas,²⁹² definidas pela doutrina a partir da comunhão ou convergência de interesses,²⁹³ falando-se também em “cooperação estável” e “escopo comum”.²⁹⁴ Ainda, há ressalva doutrinária no sentido da ambiguidade do termo “contratos associativos”, uma vez que estes remeteriam simultaneamente à ideia de associação corporativa, enquanto formação de corpo social, e à noção de relações de mera cooperação, sem elemento organizacional claro entre as partes, de

²⁹⁰ Tullio Ascarelli, 1969, p. 258.

²⁹¹ Nesse sentido, veja-se Orlando Gomes, 2007, p. 104.

²⁹² “Além de serem contratos de comunhão de fim, os contratos associativos também apresentam a importante característica de requererem algum tipo de organização comum entre as partes. Para entender esse aspecto organizacional, é preciso destacar que os contratos associativos são igualmente contratos plurilaterais, até porque a plurilateralidade é uma consequência do fato de não haver óbice a que determinada comunhão de fins seja compartilhada por várias partes” (Ana Frazão, 2015, p. 195).

²⁹³ “Na busca de critérios diferenciadores mais específicos, é necessário fazer menção à categoria dos contratos associativos, que, embora possam ser considerados espécies de contratos híbridos, têm como característica essencial a existência de um propósito comum entre os contratantes. É tal aspecto que distingue os contratos associativos não somente dos contratos híbridos em geral, mas também dos contratos tradicionais de troca, permuta ou intercâmbio” (Ana Frazão, 2015, p. 194).

²⁹⁴ “Contrato associativo é, portanto, qualquer relação contratual que apresente (i) uma cooperação estável e (ii) um escopo comum entre as partes relacionadas. Nestes contratos, na medida em que as partes se associam para lograr um fim comum, é possível verificar que as suas necessidades são as mesmas ou muito próximas, havendo entre as contratantes uma solidariedade de interesses em que as vantagens de uma são as vantagens da outra” (Debora B. Caixeta, *Contratos Associativos. Características e Relevância para o Direito Concorrencial das Estruturas*, Dissertação de Mestrado defendida perante a UNB, orientada pela Prof.^a Dr.^a Ana Frazão, 2015. p. 72).

forma a dificultar seu supracitado escopo comum.²⁹⁵ Ascarelli já invocava referida diferenciação,²⁹⁶ dividindo os contratos plurilaterais em duas categorias, a depender de seu escopo: os de sociedade, nos quais a finalidade comum seria alcançada a partir de operações com terceiros, estranhos à coletividade das partes; e os de associação, cujo fim seria cumprido mediante a possibilidade dos participantes gozarem diretamente de determinados serviços. É possível argumentar no sentido de que os fundos de investimento assumiriam ambas as funções – tal aspecto, contudo, será melhor abordado ao se diferenciar os fundos de investimento das sociedades, outra espécie de negócio jurídico que, inicialmente firmado em caráter contratual e bilateral, depois gera vínculo estatutário, plurilateral ou associativo (subcapítulo 2.4 abaixo).

Cumpre, ainda, breve ressalva. O Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), ao delimitar os contratos associativos (cuja formação poderia configurar ato de concentração, art. 90, IV, Lei nº. 12.529/2011) no art. 2º, I, da Resolução CADE nº. 17/2016, exige que “o contrato estabeleça o compartilhamento dos riscos e resultados da atividade econômica que constitua o seu objeto”, conceito que resumiria de forma objetiva os principais efeitos econômicos desta espécie.²⁹⁷

Ocorrendo a identificação dos negócios jurídicos subjacentes aos fundos de investimento com os efeitos essenciais ora expostos, é possível afirmar que se encaixam em duas diferentes qualificações contratuais, a depender da relação analisada. Entre cotistas e prestadores de serviço do fundo, há negócio jurídico bilateral e oneroso, contrato típico de

²⁹⁵ Luis de Lima Pinheiro, *Contrato de Empreendimento Comum- Joint Venture – Em Direito Internacional Privado*, Coimbra: Almedina, 2003. p. 162.

²⁹⁶ Tullio Ascarelli, 1969, p. 277-281.

²⁹⁷ Todavia, no inciso II do mesmo dispositivo, o CADE também demanda que “as partes contratantes sejam concorrentes no mercado relevante objeto do contrato”, vez que apenas tais associações lhe interessariam, em termos de observação dos efeitos dos atos de concentração sobre a livre concorrência – tal exigência, contudo, não restringe o conceito de contratos associativos a tal circunstância. Ainda, esta exigência restringe em muito a submissão da formulação e subscrição em fundos de investimento ao CADE. Contudo, mesmo nos casos em que tal disposição poderia ser aplicada (por exemplo, mediante aquisição de cotas por duas pessoas jurídicas que exerçam a atividade de gestão de carteiras de recursos de terceiros), dever-se-ia observar se estas teriam condições de coordenar de fato suas ações – em fundos massificados, nos quais os cotistas não têm conhecimento de quem seriam os demais, e sua participação no fundo se encontra diluído, de modo a restringir a influência sobre a administração do fundo; a aplicação desta resolução e do controle de atos de concentração pelo CADE parece exagerada (em especial ao se considerar que, nessa hipótese, o administrador seguirá tomando as decisões cotidianas do fundo). A tais considerações somam-se, também, as posteriormente realizadas a respeito do sigilo bancário dos cotistas (ver subcapítulo 2.4 *infra*): sem ter meios ordinários de saber quem são os demais cotistas, seria difícil enquadrar tal negócio jurídico como ato de concentração, sendo – com a exceção de elementos concretos que possam afastar esta conclusão – difícil que se promovam condutas de concertação entre seus participantes.

administração de bens de terceiros. Entre cotistas, a relação jurídica estatutária naturalmente manifesta interesses plurilaterais ou associativos, demonstrando também caráter típico, caracterizado pela comunhão de recursos com finalidade comum, representada pelo regulamento do fundo e adotando os efeitos essenciais expostos no item 1.1 *supra*.

Por evidência, deve-se consignar que, nos chamados fundos de investimento exclusivos, no qual há apenas um cotista (art. 130 da ICVM nº. 555/2014), inexistente interesse associativo ou plurilateral, pela falta de seu caráter mais básico, a pluralidade de partes. Nessa hipótese, observa-se apenas contrato bilateral, entre o cotista e os prestadores de serviço do fundo. Inclusive, tal possibilidade comprova que o caráter plurilateral dos fundos de investimento não é exatamente necessário aos mesmos, por mais que seja corriqueiro. Pelo contrário, seu caráter contratualista, bilateral, com relação aos administradores e demais prestadores de serviço do fundo, é que se reveste de maior essencialidade, sendo impreterível. Tais considerações deverão também instruir a leitura das considerações nos dois subcapítulos a seguir.

Cumprido, contudo, testar referidas hipóteses à luz das duas teorias mais aceitas (com suas diversas versões e nuances) pela doutrina brasileira, para a definição da natureza jurídica dos fundos de investimento: a teoria condominial e a teoria societária ou organizacional. Posteriormente, utilizando os elementos já reunidos, será contemplada a possibilidade (assim como a natureza jurídica própria) de fundo de investimentos não registrado na CVM. Caso as hipóteses de qualificação ora propostas resistam à referida comparação, analisar-se-ão os efeitos decorrentes dos vínculos jurídicos do fundo de investimentos, a partir das referidas qualificações.

2.3 Teoria condominial dos fundos de investimento

Inicialmente, se aborda uma teoria que reverbera de forma relevante na doutrina nacional:²⁹⁸ a que identifica a natureza jurídica dos fundos de investimento como uma espécie

²⁹⁸ Indicando, por diversas razões, que a natureza jurídica dos fundos seria a de condomínio (seja por efeito de expressa imposição legal ou por sua correta qualificação) – e mesmo que considerando variações (“condomínio *sui generis*”, “expectativa de condomínio”, “condomínio *sui generis* do tipo germânico, em mão comum”) –, encontram-se os autores Peter Walter Ashton (*A Natureza Jurídica dos Fundos Abertos de Investimentos*, tese de concurso de titularidade da UFRGS, Porto Alegre: Faculdade de Direito da UFRGS,

de condomínio mobiliário. Porém, tal posição é sustentada com diferentes ressalvas e variações, sendo com frequência tratada simplesmente como uma solução legal mais conveniente.²⁹⁹

Como já indicado, contudo, esta questão carrega extrema relevância prática: a própria CVM, em ocasiões como durante a apreciação do Processo CVM nº. RJ 2005/2345 por seu plenário,³⁰⁰ já tomou respaldo na noção de condomínio para remeter ao regime do condomínio ordinário, disposto nos arts. 1.314 a 1.326 do Código Civil, invocando-os como suposta regulamentação subsidiária dos fundos de investimento registrados (ou seja, sob sua jurisdição) no que seus regulamentos e as normas expedidas pela própria autarquia silenciam; e como normativa que nortearia os fundos de investimento não registrados, que escapam ao seu escrutínio.³⁰¹ Desde já se ressalta que tal posição dá causa a diversos problemas, os quais serão analisados em detalhe posteriormente. Por ora, todavia, serve como o mais imediato exemplo da importância atinente à correta qualificação dos fundos de investimento.

A teoria condominial centrar-se-ia na ideia de que os fundos seriam uma “comunhão de recursos”, desprovida de personalidade jurídica e indivisível (vez que unificadas pelo escopo comum), característica que lhes renderia, portanto, a natureza jurídica de “condomínio”. Aludida corrente, inclusive, seria corroborada pela própria CVM que, no art. 3º de sua Instrução nº. 555/2014, expressamente afirma que “[o] fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”, posição que seria reverberada pela supracitada Lei nº. 8.668/1993 – que, ao passo em que caracteriza os fundos de investimento imobiliários como uma “comunhão de

1965. p. 29); Félix Ruiz Alonso (1971, p. 268); Pontes de Miranda (*Tratado de Direito Privado*, Tomo LII, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984. p. 78); com relevante ressalva (a seguir tratada), Arnoldo Wald (*Da Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário*, p. 22); Nelson Eizirik (2015, p. 79); Norma Jonsen Parente (2016, p. 250-251); Carlos Alexandre Corrêa Leite, Yanko Marcius de Alencar Xavier e Fabrício Germano Alves (2015, p. 267), e, com ressalvas, Rachel Sztajn (*Cotas de Fundo Imobiliário – novo valor imobiliário in Revista de Direito Mercantil*, v. 93, São Paulo: Malheiros, 1994, p. 107); também com ressalvas, Bruno Miragem (2013, p. 435-436). Note-se, ainda, que a posição da CVM em favor do condomínio – mencionando, inclusive, o regime ordinário do Código Civil – foi reiterada no Processo CVM nº. RJ 2005/2345. Todavia, como se ressaltará adiante, a posição majoritária da corrente doutrinária que defende a teoria condominial dos fundos é, na realidade, um tanto crítica a referida classificação, sustentando que tratar-se-ia de solução legal, ou de condomínio *sui generis*.

²⁹⁹ “A noção de condomínio traz em si a noção de coisa em comum, domínio em comum (co-domínio). É categoria de que se revestiu o contrato de fundo de investimento na ausência de melhor definição” (Bruno Miragem, 2013, p. 435). Ver, ainda: Rachel Sztajn, 1994, p. 108.

³⁰⁰ Ver nota de rodapé nº. 23, *supra*.

³⁰¹ Ver subcapítulo 2.5 *infra*.

recursos” em seu art. 1º, afirma em seu art. 2º que estes se constituem “sob a forma de condomínio fechado”.

A teoria condominial teria respaldo em certas premissas, para além da mera menção legislativa – que, como também se aduzirá adiante, não se afiguraria suficiente para determinar a natureza jurídica do instituto. A uma e como já indicado (subcapítulo 1.1 *supra*), os fundos de investimento supõem uma concentração de recursos, identificando-se com o conceito de *comunhão* (noção também evidenciada pelo supracitado artigo), usualmente relacionado com a definição de condomínio, sendo este mesmo identificado como uma espécie do próprio gênero *comunhão*.³⁰² A duas, os fundos de investimento não possuem personalidade jurídica, encerrando mera personalidade formal ou judiciária, situação análoga à da *comunhão* verificada nos condomínios edilícios, forma mais corriqueira de condomínio especial ou *sui generis*, que carregaria uma série de similitudes estruturais com os fundos de investimento.

De fato, se verificam diversos pontos de contato, especialmente sob os aspectos estruturais e qualitativos: (i) as relações dos ‘participantes’ da *comunhão*, tanto nos fundos de investimento, quanto nos condomínios edilícios, seguem sujeitas a regimento próprio, objeto de adesão por aqueles (expressamente, em sua constituição; ou tacitamente, quando da aquisição de unidades ou cotas, ou subscrição); (ii) a titularidade atinente a ambos os institutos é em alguma medida representada pela abstração das frações ou cotas (sendo as cotas subscritas para a participação em fundos de investimento em tese equivalentes à fração ideal dos condomínios edilícios, representativa da parte das áreas comuns titularizada por cada condômino); (iii) à medida em que o condomínio edilício é representado por terceira pessoa (o síndico), os fundos de investimento igualmente o são (o administrador); e (iv) nenhuma das duas formas de alocação coletiva de recursos permite o encerramento voluntário atinente ao condomínio ordinário, nos termos do art. 1.320 do Código Civil.³⁰³⁻³⁰⁴⁻³⁰⁵

³⁰² “Determinado direito poderá pertencer a vários indivíduos ao mesmo tempo, hipótese em que se tem a *comunhão*. Se a *comunhão* recair sobre um direito de propriedade, ter-se-á condomínio ou compropriedade. Em suma, o condomínio é uma espécie do gênero *comunhão*. [...] O condomínio, sob o aspecto subjetivo, em relação aos titulares do direito, denomina-se *comunhão*, ou seja, ocorre quando determinado direito pertence simultaneamente a várias pessoas” (Cristiano Chaves de Farias e Nelson Rosendal, *Direitos Reais*, 6.ed., Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010. p. 479).

³⁰³ Art. 1.320 do Código Civil: “A todo tempo será lícito ao condômino exigir a divisão da coisa comum, respondendo o quinhão de cada um pela sua parte nas despesas da divisão”.

³⁰⁴ “As características essenciais de um fundo aberto, estão em oposição total às disposições do condomínio. Fundamentalmente, é o art. 629 do Código Civil Brasileiro [de 1916], o maior obstáculo à constituição de um

Logo, a ideia de equiparar os dois institutos, invocando a forma supostamente mais familiar do condomínio especial ou *sui generis* aos fundos de investimento, parece tentadora. Pelo termo, a doutrina identifica a natureza jurídica dos fundos de investimento como condomínio, mas *sui generis* ou especial (ou seja, regulado por regras próprias, que não as geralmente aplicadas ao condomínio), e que, por isso, escapa à aplicação das diversas normas do Código Civil no que as previsões da CVM divergirem. Inclusive, a solução do condomínio *sui generis* é frequentemente adotada pela doutrina, sendo preconizada por Peter Walter Ashton, que a cogita³⁰⁶ justamente ao reconhecer a indivisibilidade permanente, o caráter duradouro, próprios ao condomínio edilício (que se oporia à indivisibilidade temporária ou precária do condomínio ordinário).³⁰⁷ Da mesma forma, Félix Ruiz Alonso desenvolve a ideia de ‘condomínio mobiliário’, que seria tipo especial de condomínio,³⁰⁸ ao também realizar

fundo de investimentos em regime de condomínio. Reza o mencionado artigo: ‘A todo tempo será lícito ao condômino exigir a divisão da coisa comum’” (Peter Walter Ashton, 1965, p. 29-30).

³⁰⁵ Por outro lado, seria até mesmo possível sustentar, – caso se admita a qualificação de fundo como forma ordinária de condomínio voluntário, que os fundos abertos comportariam tal divisão a qualquer tempo (observados seus termos de resgate e liquidação de cotas), e que os fechados incluiriam tal prerrogativa (sobrepondo parcialmente a previsão de regulamento no sentido de duração indeterminada de fundo, art. 44, V, da ICVM nº. 555/2014), que poderia ser previamente impedida pelo regulamento pelo período de 5 (cinco) anos, que poderiam ser posteriormente renovados (conforme art. 1.320, § 1º, do Código Civil). Contudo, tal previsão ainda não se compatibilizaria inteiramente com a prática dos fundos de investimento, e nem com seu caráter duradouro, que se opõe à posição precária assumida pelo condomínio ordinário (ver nota de rodapé nº. 333 abaixo).

³⁰⁶ Ainda que, ressalte-se, em tom crítico, manifestando ser esta apenas mais uma solução para o problema da indefinição do instituto adotado para os fundos de investimento brasileiros, e indicando preferir outras soluções, como a adoção da teoria do “contrato de comissão entre a companhia administradora e os participantes do fundo, havendo para os últimos a ‘esperança de um condomínio’” (Peter Walter Ashton, 1965, p. 30). Veja-se: “Outra possibilidade, seria permitir por simples lei, tal como o foi feito relativamente à propriedade horizontal de apartamentos em edifícios, que os fundos abertos de investimentos utilizassem a indivisão, dita forçada ou coativa, como instituto jurídico próprio. Todavia cremos ser a solução do condomínio ativo e permanente, mais consentânea com a tradição jurídica nacional” (Peter Walter Ashton, 1965, p. 167).

³⁰⁷ “Se possível é, criar por lei, indivisões permanentes tais como: a propriedade horizontal em edifícios de apartamentos [...], quer nos parecer que nada obstaría fosse elaborada e aprovada uma lei que viesse a permitir aos fundos abertos de investimentos, enquanto ativos, tomar a forma jurídica de um condomínio permanente, coativo, forçado por imposição de lei, sem que a qualquer condômino assista o direito de exigir a partilha do fundo” (Peter Walter Ashton, 1965, p. 97).

³⁰⁸ “O condomínio mobiliário, diferentemente dos anteriores, não é mais o estado forçoso do direito das coisas; trata-se de instituto mercantil. Agora o objeto da copropriedade não será um bem corpóreo, mas serão valores, uma massa patrimonial de bens incorpóreos – que, juridicamente é considerada – objeto de propriedade” (Félix Ruiz Alonso, 1971, p. 244). E, ainda: “Uma dificuldade maior à extensão do condomínio ao Fundo de Investimentos estriba no caráter dinâmico destes fundos, enquanto o condomínio é de natureza estática – ele, o condomínio, apenas exprime a relação entre os coproprietários e o objeto” (Félix Ruiz Alonso, 1971, p. 250).

analogia a partir do condomínio edilício.³⁰⁹ Tal tese é, em certa medida, aceita por Arnaldo Wald,³¹⁰ Melhim Namem Chalhub,³¹¹ e Norma Jonssen Parente.³¹² É, na realidade, posição mais recorrente que aquela que de fato sustenta ser o fundo de investimentos um condomínio, no sentido próprio do termo, sustentando a aplicação da maior parte das disposições correspondentes do Código Civil – como preconiza Ary Oswaldo Mattos Filho.³¹³ Tal raciocínio, porém, soa imune ao contraditório: se os fundos compõem tipo *sui generis* de condomínio, poderiam compreender quaisquer efeitos que ainda estariam sujeitos a esta classificação, que, então, não demonstra qualquer densidade ou significado próprio.

Nota-se, porém, que nem mesmo o condomínio edilício teria sua natureza jurídica simplesmente identificada como sendo um ‘condomínio *sui generis*’. Este conceito não compreenderia suficiente densidade para descrever a natureza jurídica – noutras palavras, os aspectos mais básicos da composição jurídica – de certo instituto. Nesse sentido, está Caio Mario da Silva Pereira, que descreve o condomínio edilício como “uma *compropriedade* e uma *propriedade individual*, que vivem juntas”.³¹⁴ É possível até mesmo se indagar se a parcela atinente à compropriedade – aquela referente às áreas comuns – nos condomínios

³⁰⁹ Félix Ruiz Alonso, 1971, p. 241-243 – veja-se o trecho (p. 243): “O prédio tem uma unidade própria que alberga e compreende cada apartamento. Estes encontram a sua razão de ser integrados no conjunto. Fora dele, como unidades separadas, inexistiriam, seriam inconcebíveis. Eis aí, no todo, entitativo e distinto, o fundamento essencial do condomínio. Na melhor das hipóteses, podemos admitir proprietários autônomos no condomínio; mas sem chegarmos a destruir a unidade do objeto, do imóvel no caso”.

³¹⁰ Félix Ruiz Alonso, 1971, p. 10.

³¹¹ Melhim Namem Chalhub, *Alienação Fiduciária*, p. 385.

³¹² “Pode-se defender que se trata de um regime especial de condomínio, dado que algumas regras do condomínio civil comum não se aplicam aos fundos. Um exemplo seria o direito do condômino de pedir a divisão da coisa comum a qualquer tempo, que não cabe no caso dos fundos” (2017, p. 251). Ver, também: “É de se reconhecer, então, que os fundos de investimento, no caso da ordem jurídica vigente no país, apresentam natureza condominial. Não na forma prescrita pelo Código Civil Brasileiro, mas como forma especial de condomínio limitada pelas normas legais e infralegais que disciplinam a questão” (Carlos Alexandre Corrêa Leite, Yanko Marcius de Alencas Xavier, e Fabrício Germano Alves, 2015, p. 267). Em sentido análogo, Fernando Schwartz Gaggini, *Fundos de Investimento no direito brasileiro*, São Paulo: Editora Universitária de Direito, 2001. p. 53.

³¹³ “Essas estruturas são condomínios voluntários, nascidos de uma comunhão de interesses, formados pela propriedade comum de bens móveis ou imóveis, sem que com sua constituição nasça uma pessoa jurídica. [...] Conforme o artigo 1.314 do Código Civil, o condômino pode usar da coisa de acordo com sua destinação, que, no caso dos fundos de investimento, resume-se ao acompanhamento da gestão do patrimônio comum e de seus resultados com a percepção dos rendimentos devidos, bem como do principal quando da extinção do condomínio ou da alienação da cota a terceiro” (Ary Oswaldo Mattos Filho, 2015, p. 345-346).

³¹⁴ Caio Mario da Silva Pereira, *Condomínio e Incorporações*, p. 63.

edifícios poderia ser qualificada como patrimônio separado,³¹⁵ divergindo do condomínio clássico, transitório, por se caracterizar como comunhão duradoura, na qual o estado de comunhão se perpetua para o atingimento de sua finalidade específica,³¹⁶ aspecto no qual que pode se assemelhar aos fundos de investimento.

O condomínio, não passaria de uma forma de organização da titularidade múltipla ou compropriedade com relação a determinado bem indivisível. Sequer seria, assim, descritivo apto a qualificar os fundos de investimento, enquanto categoria jurídica. Para tanto, remeta-se a Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, ao definir a natureza da compropriedade:

[P]ensamos que a tese do direito único com pluralidade de titulares é a explicação mais adequada para a natureza da compropriedade. Efectivamente, na compropriedade o direito de propriedade mantém-se com todas as suas características, sendo apenas atribuído conjuntamente a mais do que uma pessoa. Tal situação explica o facto de em conjunto os comproprietários poderem sempre exercer todos os poderes relativos à coisa, bem como a circunstância de a posição de cada comproprietário nesse direito poder ser alienada ou onerada, ainda que seja necessário atribuir preferência aos outros titulares. Finalmente, é essa teoria que explica o facto de uso da coisa comum pelo comproprietário não lhe atribuir posse exclusiva, nem superior à sua quota, uma vez que ele se limita a exercer o direito comum.³¹⁷

A natureza plurilateral dos interesses postos na relação jurídica entre cotistas contribuiria para, suscitando certa confusão, levar à teoria condominial. É comum que de tal vínculo decorra algum condomínio: “só através desses contratos é possível constituir um condomínio sobre bens, até então pertencentes, individualmente, a *várias partes*”.³¹⁸

³¹⁵ É possível argumentar que as áreas comuns do edifício, também representadas por cotas titularizadas por cada condômino, compõem patrimônio separado, pois compreendem todos os elementos mínimos abordados no item 1.1 acima: não podem ser diretamente atacados por credores particulares de seus titulares, os quais não possuem poder de disposição imediata; são bens divisíveis de fato, mas mantidos sob indivisibilidade legal; as diferentes titularidades são reunidas para a consecução de finalidade comum; compõem universalidade de direito reconhecida legalmente etc. Não à toa, à semelhança dos fundos de investimento, com o advento da propriedade horizontal, parte da doutrina enxergava um novo tipo de pessoa jurídica, por formar centro de imputação subjetiva e carregar muitas das características que o patrimônio separado tem em comum com as pessoas jurídicas, por efeito natural da segregação patrimonial (Caio Mario da Silva Pereira, *Condomínio e Incorporações*, p. 61).

³¹⁶ “Em seguida, vem logo à mente a necessidade de manter-se, a benefício da estrutura jurídica desse novo tipo de propriedade, a comunhão *permanente e perpétua*. Não será possível a conservação útil do complexo jurídico nem concebível a fruição da parte exclusiva de cada condômino sem a permanência do estado de comunhão. Em consequência, esta é obrigatoriamente *duradoura*, em contraposição à comunhão clássica, que a lei quer transitória” (Caio Mario da Silva Pereira, *Condomínio e Incorporações*, p. 53).

³¹⁷ Luís Manuel Teles de Menezes Leitão, *Direitos Reais*, 6.Ed., Coimbra: Almedina, 2017. p. 203.

³¹⁸ Leitão, 2017, p. 275.

De fato, as obrigações e direitos dos condôminos com frequência manifestam composição que remete aos negócios plurilaterais, pois compreenderiam caráter cooperativo, de repartição de riscos e resultados associados ao bem ou direito titularizado conjuntamente. Então, é possível afirmar que os interesses que gravitam em torno do condomínio serão (via de regra) análogos aos de arranjo plurilateral, mas nem todo negócio plurilateral constituirá condomínio entre as partes.³¹⁹

O patrimônio separado se coloca como mais uma técnica, para além do condomínio, apta a regular interesses sobre bens e direitos associados a posições jurídicas que manifestem caráter associativo. Todavia, ainda assim, se questiona se de fato há interesses plurilaterais estabelecidos entre condôminos, uma vez que a titularidade compartilhada de bem ou direito não necessariamente compreende ou requer identidade de interesses ou comunhão de escopo: pelo contrário, dada a precariedade do vínculo atinente ao condomínio ordinário, que se resume ao compartilhamento da condição de titular de bem em estado de indivisão. Como bem alertam Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, porém, enquanto na comunhão o foco reside nos próprios bens comuns, na sociedade os bens são apenas instrumentais, voltados à consecução do objeto social.³²⁰

A ideia de qualificar os fundos de investimento como condomínios tem, também, raízes históricas, as quais podem ser úteis para explicar tal conclusão. Diversos trabalhos³²¹ narram a criação do primeiro (ou dos primeiros) fundos de investimento no Brasil, o “Fundo Crescincó”. Como Ricardo de Santos Freitas afirma,³²² a administradora do Fundo Crescincó

³¹⁹ Ressalta-se, porém, que os fundos de investimento jamais poderiam ser equiparados aos condomínios edilícios, ainda que se entenda que ambos compartilham a qualificação ‘condomínio *sui generis*’. Os condomínios edilícios possuem caráter perene, combinando propriedade exclusiva e comum, esta última permanentemente indivisível (ou, ao menos, por prazo determinado). A propriedade comum, no condomínio edilício, instrui a propriedade exclusiva, possibilitando-a (por exemplo, áreas comuns possibilitam o acesso à propriedade exclusiva). Por outro lado, os fundos de investimento apresentariam apenas a particularidade da propriedade comum, inexistindo propriedade exclusiva. Seriam, então, nas palavras desta corrente doutrinária (com as quais não se concorda), dois distintos tipos de ‘condomínio *sui generis*’. Os fundos de investimento teriam estrutura semelhante ao condomínio ordinário, e não ao edilício.

³²⁰ Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 157-158.

³²¹ “No Brasil, o marco histórico foi a criação do Fundo de Investimento Crescincó, em 1957, pela International Basic Economic Corporation do grupo Rockefeller, no contexto do desenvolvimentismo de Juscelino Kubitschek. Na carteira do fundo havia, por exemplo, ações da Willys-Overland do Brasil, a primeira fábrica nacional de motores a gasolina do Brasil” (Norma Jonssen Parente, 2016, p. 249). Ver, ainda, Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 86 e seguintes.

³²² “Em 1957, forma-se o Fundo Crescincó, que é, de fato, o primeiro fundo de investimento brasileiro constituído sob a forma de condomínio. A inovação trazida pelo Fundo Crescincó foi marcante. Rompe-se um padrão de comportamento no uso de formas negociais. Não há aporte de capitais em uma sociedade de

divergiu do modelo então discutido, que favoreceria as sociedades de investimento ou a sociedade em conta de participação,³²³ optando por constituir um condomínio instituído por escritura pública. Tal modelo condominial foi objeto de crítica já em 1958, em dissertação de mestrado de Peter Walton Ashton,³²⁴ mas teria sido adotado pelo Fundo Crescincinco perante os óbices então associados à formação de sociedade como veículo de investimentos, decorrentes de seu capital fixo e riscos de dupla tributação.³²⁵

Nota-se, assim, que os fundos de investimento nasceram no Brasil como verdadeiro *negócio jurídico indireto*,³²⁶ visando a elisão tributária.³²⁷ A partir deste modelo, surgiram veículos de investimento semelhantes, levando o governo a buscar a ‘conversão’ destes fundos em sociedades de investimento, que passaram a ser reguladas pela Lei nº. 4.728/1965, também chamada de Lei de Mercado de Capitais. Com tal passo, o governo pretenderia acomodar os veículos de investimento em modelo regulado. Como também explicita Ricardo de Santos Freitas,³²⁸ porém, o Banco Central do Brasil não se convence da necessidade e conveniência de tais procedimentos, vez que persistiria risco sistêmico perante a contaminação ao capital de instituições financeiras decorrente de investimentos malsucedidos – e, inclusive, determina em sua Resolução nº. 103 que as sociedades de investimentos fossem liquidadas, e que as instituições financeiras fossem proibidas de constituir, administrar ou

investimentos, nem em uma sociedade em conta de participação em que a sociedade de investimentos seja sócia ostensiva. Pura e simplesmente institui-se por escritura pública um condomínio, nos termos da legislação civil, regido por um regulamento que define minuciosamente o modo de organização e funcionamento dessa nova estrutura, determinando que o condomínio seja administrado pela Companhia de Empreendimento e Administração IBEC, subsidiária da companhia financeira americana *International Basic Economy Corporation*, sediada em Nova York” (Freitas, 2006, p. 86).

³²³ “No Brasil, a criação de veículos de investimento coletivo se deu, inicialmente, utilizando-se estruturas societárias. Os primeiros fundos eram organizados sob a forma de sociedades de investimentos e sociedades em conta de participação, as quais teriam surgido no Brasil por volta de 1940” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 33).

³²⁴ Pavia, 2016.

³²⁵ Ricardo dos Santos Freitas, 2006, p. 86-87.

³²⁶ A respeito do tema, ver subcapítulo 4.3 *infra*.

³²⁷ Como anota Peter Walter Ashton, a própria opção por estrutura despersonalizada dos fundos teria por base a elisão do imposto de renda: “Em verdade, o condomínio, tal como regula o Código Civil, não se adapta nem na teoria, nem na prática, à estrutura de um fundo aberto de investimentos. O que atualmente existe, é improvisação pouco recomendável, mero expediente para evitar a tributação do fundo pelo imposto de renda, pois como condomínio o fundo não tem personalidade jurídica” (1965, p. 30).

³²⁸ Ashton, 1965, p. 89.

gerir fundos de investimento (posteriormente autorizando os fundos, em sua Resolução nº. 145/1970).³²⁹

Todavia, o recurso do mercado ao modelo condominial – saída que faz sentido, perante a familiaridade com tal estrutura no tráfego jurídico brasileiro, agregada à falta de previsão de modelo semelhante ao dos *investment trusts*, populares em diversos países³³⁰ – não se afigura suficiente para conformar sua qualificação.

Fica claro, assim, como os fundos de investimento passaram a ser naturalmente compreendidos como uma espécie de condomínio no ordenamento brasileiro, produto de sua prática no mercado: já nas mais primitivas menções aos fundos na legislação, invocava-se o termo ‘condomínio’. A Lei de Mercado de Capitais emprega o termo em seu art. 49, II, ao dispor a respeito da necessidade de autorização do Banco Central do Brasil para “a administração de fundos em condomínio ou de terceiros”.

Perante a menção de tais previsões, contudo, cumpre ressaltar que, apesar da expressa alusão em lei e nas instruções da CVM, tais previsões não se afiguram suficientes para determinar a natureza jurídica dos fundos de investimento – como já exposto (ver capítulo 1 *supra*), o resultado do processo de qualificação, realizado sob perspectiva funcional, é alterado de acordo com a resignificação dos institutos jurídicos e com o seu uso concreto, de modo que não poderia ser fixado *a priori* por previsão legal.

Ademais, diversas incompatibilidades surgem a partir do enquadramento dos fundos de investimento ao modelo condominial. Os fundos de investimento podem ser exclusivos, como disposto no art. 130 da ICVM nº. 555/2014: ou seja, podem possuir único cotista.³³¹ Referida possibilidade dá causa à perplexidade se confrontada com a teoria condominial, justamente pelo condomínio ter por base a multiplicidade de titularidades sobre bem indiviso, a qual fundamentaria sua própria existência e sua natureza jurídica enquanto *compropriedade*.

³²⁹ Ver Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 81-82. Ver, ainda: “A preocupação do Banco Central do Brasil era que instituições financeiras pudessem quebrar com a má condução dos investimentos de seus clientes. A solução, negociada com o Governo ao longo dos meses seguintes, foi estruturar uma nova figura jurídica que não fosse reconduzível à forma da sociedade em conta de participação. O centro das atenções passou a ser a figura do condomínio” (Ashton, 1965, p. 82).

³³⁰ Com relação a tal ponto, veja-se o subcapítulo 2.6 abaixo.

³³¹ “Há fundos que não podem ser chamados nem mesmo de condomínios, pois possuem um único cotista. São fundos exclusivos, em geral criados para grandes investidores que desejam pagar por uma gestão personalizada ou têm um objetivo específico, como aproveitar vantagens tributárias dos fundos no planejamento sucessório ou blindar o patrimônio” (Norma Jonssen Parente, 2016, p. 251).

Além disso, vale voltar as atenções ao emprego do termo ‘condomínio’ pela ICVM nº. 555/2014. Em todas as suas menções, – com a notável exceção do art. 3º, que fala na constituição dos fundos “sob a forma de condomínio” –, a norma utiliza a mesma expressão acompanhada dos vocábulos “aberto” ou “fechado”. Assim, nota-se que, possivelmente, seu emprego tenha a finalidade prática restrita à indicação da mecânica de ingresso e saída do veículo, derivada das equivalentes classificações derivadas dos *investment trusts* e hoje empregadas ao redor do mundo na menção às entidades de investimento coletivo, que podem ser *open-end* (abertas) ou *closed-end* (fechadas). Não à toa, a referência ao termo sempre vem precedida pelo termo ‘forma’: a preocupação do regulador é indicar quais fundos adotam o formato aberto e quais adotam o fechado, sem remeter necessariamente a toda a disciplina legal dos condomínios, não estando os fundos compreendidos substancialmente nesta.

Cabe, ademais, a indagação de teor prático: seriam as regras atinentes ao condomínio ordinário, dispostas nos arts. 1.314 e seguintes do Código Civil, realmente aplicáveis aos fundos de investimento? Supondo que poderiam ser qualificados como condomínios, tais normas seriam subsidiariamente aplicadas a este instituto. Mesmo os defensores desta corrente reconhecem seu escopo limitado, tendo em vista que a regulação editada pela CVM já impede a aplicação da maior parte destas regras.³³² De início, como decorrência do caráter precário do arranjo condominial (ordinário), o art. 1.320 possibilita que qualquer condômino possa requerer a divisão (mediante liquidação) do bem, ideia incompatível com os fundos de investimento, que comportam apenas, conforme o caso, o resgate das cotas (se aberto) ou sua cessão (se fechado).³³³⁻³³⁴ Ainda, também é previsto direito de preferência aos condôminos quando da transferência do quinhão de outro, consoante o art. 1.322, igualmente inaplicável aos fundos.

A inaplicabilidade destas regras leva ao questionamento: sem a incidência de dois dos mais básicos elementos do condomínio ordinário, os fundos de investimento ainda poderiam ser considerados como uma forma de condomínio? E qual seria, exatamente, a razão, ou

³³² Ver nota de rodapé nº. 294, *supra*.

³³³ Ver nota de rodapé nº. 301, acima.

³³⁴ “O condomínio em nosso ordenamento jurídico é um instituto, cuja duração deve sempre ser temporária e restrita. A propriedade normal é a individual, não a comum. O legislador brasileiro sempre reconheceu, que o condomínio na propriedade de coisas, deve ser temporário. [...] O direito do condômino, de a qualquer tempo pedir a divisão da coisa comum, é incompatível com o funcionamento de um fundo, e representa uma ameaça constante à existência do mesmo” (Peter Walter Ashton, 1965, p. 30).

mesmo a pertinência, de classificá-los em tal categoria se sequer demonstram a mínima síntese de efeitos essenciais dos condomínios? Nessa toada, nota-se que tais previsões constituem, de fato, aspectos fulcrais de qualquer arranjo condominial.³³⁵ Como bem notam Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho,³³⁶ a ausência de tais elementos, de fato, não impede que os fundos sejam qualificados como condomínios, dado o exemplo do próprio condomínio edilício, de caráter *sui generis*. Todavia, é possível afirmar que a completa distância dos elementos atinentes aos fundos a tais características apenas evidencia a falta de densidade ou mesmo de utilidade de se recorrer a este enquadramento, que acaba desprovido de valor.

Como a doutrina esclarece, o condomínio (ordinário) tem, por natureza, caráter precário, ao que tais regras são manifestação da preferência do ordenamento no sentido da consolidação da propriedade *pro indiviso*, considerando que é pouco prática e eficiente a propriedade múltipla de bens indivisíveis, dificultando o tráfego destes ativos.³³⁷ Inclusive, Oscar Barreto Filho já aduzira pertinente crítica à linha condominial, ao destacar que mesmo

³³⁵ Ainda que se discorde de sua contundência – uma vez que o caráter imperativo das normas atinentes ao condomínio é bem questionável – vale ressaltar a crítica de Mário Tavernard Martins de Carvalho, que questiona a curiosa extensão das normas regulamentares da CVM, que amoldariam as disposições presentes no Código Civil para o condomínio voluntário ordinário (Ashton, 1965, p. 185). Todavia, a mesma questão se põe para quem (ao exemplo daquele autor) sustenta a teoria societária dos fundos de investimento, tratada no subcapítulo seguinte.

³³⁶ “A crítica mais grave que se possa fazer à tese da natureza condominial dos fundos de investimento prende-se ao fato da impossibilidade de o participante pedir a divisão dos bens, e a de exigir que se lhe devolva, na hipótese de recesso, uma parte física desses bens, correspondentes à sua quota, devendo contentar-se sempre com o resgate em dinheiro. Não nos parece, todavia, que essas regras, embora apartando nitidamente o instituto do direito comum, excluam a sua natureza condominial. Afinal, os nossos sistemas jurídicos não desconhecem a existência de regimes especiais de condomínio, como o de prédios por planos horizontais, por exemplo” (Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 162).

³³⁷ “A comunhão não é a modalidade natural da propriedade. É um estado anormal (Clóvis Beviláqua), muito frequentemente gerador de rixas e desavenças, e fomentador de discórdias e litígios. Por isso mesmo, considera-se um estado transitório, destinado a cessar a todo o tempo. A propósito, vige então a ideia central que reconhece aos condôminos o direito de lhe pôr termo. No desenvolvimento desse princípio, que é geral, cumpre assinalar como se exerce, e quando se suspende” (Caio Mário da Silva Pereira, *Instituições de Direito Civil: Direitos Reais*, 24.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016, v. IV, p. 161-162). Ainda, ver-se: “Nel nostro ordinamento positivo permane nei confronti della comunione, a causa dei frequenti litigi che essa ingenera, fra i compartecipi, quello spirito di diffidenza che, com’è noto, già regnava nei confronti di detto istituto nel diritto romano, ond’è che la comunione viene ad esser considerata essenzialmente come fenomeno transitorio, di cui si cerca in ogni modo di facilitare la risoluzione” (Mario Dossetto, *Verbete Comunione (Diritto Civile)* in *Novissimo Digesto Italiano*. V. III. 3.Ed. AZARA, Antonio e EULA, Ernesto (curadores). Milão: Giuffrè, 1957. p. 873). Em tradução livre: “Em nosso ordenamento positivo, no que diz respeito à comunhão, permanece espírito de desconfiança entre os participantes, por conta das frequentes brigas que gera, que, como sabemos, já reinava em relação a este instituto no Direito Romano. A comunhão passa a ser considerada essencialmente como um fenômeno transitório, para o qual todos os esforços são feitos para facilitar a resolução”.

que os *investment funds* (como dito, forma então mais próxima à atualmente adotada pelos fundos, então ainda em processo de “importação” na prática brasileira) de tipo aberto (*open-end*) pudessem ser estruturalmente identificados como condomínios abertos, a precariedade do estado de comunhão não seria condizente com o ‘vulto e a finalidade de uma empresa financeira, cujo objetivo é a colocação de capitais a longo prazo’, e também sucumbiria perante a inexistência de ‘unidade diretiva’ no condomínio ordinário.³³⁸ Nota-se, contudo, que tais apontamentos não se fazem inteiramente pertinentes aos fundos, considerando que, nestes, há tanto caráter de certa perpetuidade (ou, ao menos, durabilidade),³³⁹ quanto finalidade unificadora, perseguida pelos esforços centralizados na pessoa do administrador ou gestor. Mesmo assim, a remissão à crítica faz-se válida, para acentuar como a prática dos fundos, desde sua gênese, já diverge em muito daquela observada ordinariamente nas meras comunhões do tipo condominial.

Como próximo passo, enfrentar-se-á a distinção propugnada por Tullio Ascarelli. Em seu pioneiro estudo dos negócios jurídicos plurilaterais no direito pátrio, o autor os classifica em duas espécies: os de sociedade e os de associação, como já exposto no subcapítulo anterior. Ao propor esta divisão, Ascarelli afirma que o condomínio que é formado visando ao emprego de seus bens em atividade ulterior envolvendo terceiros (como os fundos de investimento fazem, ordinariamente) sempre leva à forma societária, pois o tipo condominial coadunar-se-ia com a utilização direta dos bens pelos próprios condôminos e não por ou com terceiros.³⁴⁰

Novamente, há crítica contundente: a utilização (ainda que regulada em certos termos) dos bens pelos comproprietários é terceiro efeito essencial, ou ao menos natural e muito frequente,³⁴¹ dos bens em condomínio, a constituir premissa que dá fundamento à sua própria

³³⁸ “[A] própria precariedade do estado de comunhão não condiz com o vulto e a finalidade de uma empresa financeira, cujo objetivo é a colocação de capitais a longo prazo” (Oscar Barreto Filho, *Regime Jurídico...*, p. 154).

³³⁹ Devendo-se ressaltar, contudo, que o art. 44, V, da ICVM nº. 555/2014 autoriza que os fundos tenham duração por prazo determinado. Todavia, à semelhança das sociedades, tal previsão encerra excepcionalidade na prática, e a duração dos fundos, também como das sociedades, é encarada ao menos por médio ou longo prazo, sendo diversas as normas que pressupõem tal duração, estipulando arquivamento de registros, periodicidade anual de relatórios e contas, entre outras questões – contexto significativamente distinto daquele próprio aos condomínios ordinários.

³⁴⁰ Tullio Ascarelli, 1969, p. 294.

³⁴¹ Observam-se exceções, como a estrutura normalmente adotada para os chamados *condohotéis* (ver Marcelo Fernandez Trindade, *Oferta ao público de unidades autônomas de empreendimento imobiliário. Não caracterização como emissão ou oferta pública de valores mobiliários* in *Revista Brasileira de Direito Civil*,

estrutura jurídica. A *ratio* das normas que regulam a titularidade múltipla de bens tem por objetivo possibilitar que os diversos donos exerçam os poderes atinentes à propriedade, entre os quais se coloca o uso,³⁴² notadamente dado o caráter exclusivo e rival (absoluto) que afetam tais bens.³⁴³

Então, também por este motivo, o instituto dos fundos de investimento – que, normalmente, apenas admitem que os atos de gestão de seus bens e direitos sejam empreendidos por seu administrador ou seu gestor –, seria incompatível com a categoria dos condomínios: mesmo que esta fosse admissível enquanto categoria autônoma, se superada sua insuficiente densidade jurídica para tanto. Como exposto acima, Ascarelli já direciona a qualificação no sentido do modelo societário; resultado que, com vênias, se diverge. Tal conclusão é surpreendentemente recorrente, recebendo crescente atenção na doutrina nacional. Então, a seguir, caberá colocar tal hipótese à prova, abordando os seus argumentos.

2.4 Teoria societária ou organizacional dos fundos de investimento

v. 11, jan./mar. 2017, p. 117-142). Ainda assim, se ressalta que a ausência desta usual característica dos condomínios apenas se agrega às demais, distanciando os fundos da categoria do condomínio.

³⁴² “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. O poder judiciário é atribuído a cada condômino, não sobre uma parte determinada da coisa, porém sobre ela em sua integralidade, assegurando-se a exclusividade jurídica ao conjunto de comproprietários, em relação a qualquer pessoa estranha, e disciplinando-se os respectivos comportamentos, bem como a participação de cada um em função da utilização do objeto. A cada condômino é assegurada uma *quota* ou *fração ideal* da coisa, e não uma parcela material desta. Cada cota ou fração não significa que a cada um dos comproprietários se reconhece a plenitude dominial sobre um fragmento físico do bem, mas que todos os comunheiros têm direitos qualitativamente iguais sobre a totalidade dele, limitados contudo na proporção quantitativa em que concorre com os outros comproprietários na titularidade sobre o conjunto. Somente assim se justifica a coexistência de direitos sobre uma dada coisa, exercidos comunitariamente e sem conflito por uma pluralidade de donos, e com a exclusão de todos quantos sejam estranhos à comunhão” (Caio Mário da Silva Pereira, *Instituições de direito civil: direitos reais*, v. IV, 24.Ed., Rio de Janeiro: Forense, 2016, p. 157-158).

³⁴³ “Pertanto il legislatore, nel disciplinare, mediante il enorme costitutive, appunto, dei rapporti giuridici cosiddetti reali, la concorrenza da parte degli uomini al godimento dei beni della vita, há dovuto dettare apposite norme dirette a risolvere ed eliminare l’incompatibilità, sopra rilevata, esistente fra le caratteristiche di *assolutezza* e di *esclusività*, tipiche del rapporto reale, e la coesistenza di una pluralità di soggetti attivi a capo di um tale rapporto”. (Mario Dossetto, 1957, p. 858). Em tradução livre: “Portanto, o legislador, ao disciplinar a concorrência dos homens perante o gozo dos bens da vida mediante o, de fato, enorme arcabouço das chamadas relações jurídicas reais, teve que ditar normas específicas direcionadas a resolver e eliminar a incompatibilidade acima detectada, existente entre as características de *absolutividade* e *exclusividade*, típicas da relação real e da coexistência de pluralidade de sujeitos ativos responsáveis por essa relação”.

Em maior ascendência na doutrina brasileira, a teoria societária ou organizacional encontra crescente reverberação.³⁴⁴ Esta corrente propõe, em suas variações, que os fundos de investimento devem ser qualificados como sociedades. Tais diferentes versões, porém, também impõem consequências distintas.

Uma de suas linhas sustentaria que os fundos se identificariam com as sociedades em conta de participação – ressaltando-se que os representantes desta corrente ora localizados, na realidade, defendem que assim se qualificavam os fundos de investimento abertos, antes de serem previstos expressamente enquanto condomínios. É exatamente esta a linha preconizada por José Gabriel Assis de Almeida³⁴⁵ e por Oscar Barreto Filho, que, à época (quando ainda não normatizada a suposta identificação dos fundos com o condomínio), afirmava ser apenas possível o fundo de investimento fechado por meio da constituição de sociedade anônima, e o fundo de investimento aberto na forma da sociedade em conta de participação.³⁴⁶ Em sentido

³⁴⁴ “Se o tipo econômico fundo de investimento, em todas as suas espécies existentes na realidade jurídica, está regulado em lei especial, e o *sentido jurídico* de sua *representação global* subsume-se perfeitamente ao *conceito abstrato* de sociedade, tal qual estatuído no artigo 981 do Código Civil, não hesitaremos, então, em concluir que estamos diante de uma sociedade” (Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 218). No mesmo sentido: “Parece-nos claro que, com base nas distinções acima, o fundo aproxima-se da sociedade e não da comunhão” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 52); “Portanto, visto estarem presentes os três elementos caracterizadores das sociedades, pode-se afirmar que os fundos de investimento possuem natureza societária” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 195); “Chegamos, assim, a uma única e inexorável conclusão: o fundo de investimento constitui-se em tipo societário específico, com características e regime jurídico próprios, instituído por normas regulamentadoras especiais, no caso a ICVM 555/2014 e outras que lhe são correlatas” (Saint-Clair Diniz Martins Souto, 2016, p. 66). Carlos Martins Neto, por outro lado, indica que a estrutura adotada pelo ordenamento seria a do condomínio, que, porém, “não cumpre a função para a qual se destin[a]”, afirmando que seria salutar – ao menos no caso dos FIPs – seu reconhecimento como pessoa jurídica por lei federal (Carlos Martins Neto, *A Responsabilidade do Cotista de Fundo de Investimento em Participações*, São Paulo: Almedina Brasil, 2017. p. 161-162). Ainda, observa-se a posição de Oscar Barreto Filho, que, à época, defendia ser aplicável apenas a qualificação.

³⁴⁵ “São extraídos desta lista os seguintes casos onde existe, ou pode existir, uma Conta de Participação: a) as antigas sociedades de crédito e fiscalização, ou sociedades de investimento; b) os fundos de investimento (se bem que hoje sejam considerados condomínios)” (José Gabriel Assis de Almeida, *A Sociedade em Conta de Participação*, Rio de Janeiro: Forense, 1989. p. 197).

³⁴⁶ “No estado atual da nossa legislação, em relação às empresas do tipo fechado, a que correspondem os *investment trusts* registrados nos Estados Unidos como *corporations*, e as sociedades francesas, a forma jurídica a ser necessariamente adotada é a de sociedade anônima, autorizada a funcionar como sociedade de investimentos. Para os organismos de tipo aberto, estabelecidos nos moldes do instituto jurídico do *trust* inglês, a forma melhor adequada é a da sociedade em conta de participação, com a condição, porém, de que o sócio gerente seja, obrigatoriamente, uma sociedade autorizada a funcionar como sociedade de investimentos. O fundo da participação poderá, contratualmente, ser constituído segundo o tipo rígido (*unit series*) ou de gestão livre (*mutual funds*). A inexistência de regramento adequado, que atenda as peculiaridades e defina com precisão maior as relações emergentes desse novo tipo de atividade econômica, enseja, como é óbvio, algumas dificuldades de ordem jurídica, a que nos referimos no decorrer desse ensaio” (Oscar Barreto Filho, 1956, p. 225).

análogo, mas sob perspectiva crítica, Peter Walter Ashton também reconhecia que os fundos de investimento, à ocasião e ausentes previsões específicas, se organizavam assumindo as formas de condomínio ordinário ou de sociedade em conta de participação, como artifício para incorporar forma análoga ao *trust* no mercado brasileiro.³⁴⁷

Nesse sentido, há corrente que sustenta que o fundo de investimentos – mesmo na atual configuração regulatória – constituiria tipo societário próprio e novo, criado por decorrência das instruções editadas pela CVM e pela legislação que lhe autoriza a normatizar os fundos. Compõem tal linha de pensamento Ricardo de Santos Freitas,³⁴⁸ Eduardo Cherez Pavia (reconhecendo nos fundos a forma própria das sociedades simples),³⁴⁹ Rachel Sztajn (esta, sustentando proximidade às sociedades anônimas, a atrair a Lei das S.A. em caráter subsidiário às instruções da CVM)³⁵⁰ e Nicole Mattar Haddad Terpins.³⁵¹⁻³⁵²

³⁴⁷ Peter Walter Ashton, 1965, p. 30 e 165 e seguintes. Como ressaltado na nota de rodapé nº. 302, o autor indicava outras formas de organização ou de qualificação dos fundos que defendia como mais adequadas.

³⁴⁸ “Se o tipo econômico fundo de investimento, em todas as suas espécies existentes na realidade jurídica, está regulado em lei especial, e o *sentido jurídico* de sua *representação global* subsume-se perfeitamente ao *conceito abstrato* de sociedade, tal qual estatuído no artigo 981 do Código Civil, não hesitaremos, então, em concluir que estamos diante de uma sociedade. Vale recordar que o *regime tipológico parcialmente aberto* adotado pelo legislador brasileiro exige tão somente que a lei especial tenha *tipificado* a estrutura organizativa, isto é, tenha regulamentado o *tipo econômico* em questão. Não se exige que a lei especial venha expressamente referir que aquela estrutura organizativa será considerada uma sociedade, pois essa exigência é característica do regime tipológico fechado e não condiz com o quanto estatuído no artigo 983 do Código Civil” (Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 218).

³⁴⁹ “Portanto, por todo o exposto, parece-nos mais acetado enquadrar o fundo no âmbito das sociedades simples, que possuem normas próprias, na forma autorizada pelo Código Civil. Por ser *sui generis*, por ser instrumento regulamentado pela CVM, e por ser a cota do fundo um valor mobiliário, devem ser aplicadas supletivamente não apenas as normas constantes no Código Civil, no que não forem conflitantes com a regulamentação da CVM, como também as demais normas do mercado de capitais, inclusive a Lei das S.A., no que couber, considerando, dessa forma, as normas que lhe são próprias” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 56).

³⁵⁰ “E é mesmo bom que seja assim. Afinal, aqueles que aportam suas reservas em um fundo de capitalização coletiva têm como único objetivo auferir lucros e não exercer a gestão de seus negócios. Aliás, a garantia de uma administração profissional, conhecida quando da apresentação de seu prospecto e isenta da tumultuosa relação de poder típica das sociedades anônimas, é um dos elementos de estabilidade que traz a segurança necessária ao investidor para aportar recursos em um determinado fundo)” (Rachel Sztajn, 2013, p. 108).

³⁵¹ “[N]ão resta dúvidas de que a comunhão dos cotistas do Fundo de Investimento Imobiliário não é uma comunhão de objetos, mas sim uma cominhão de objetivos, direcionados à criação de uma organização voltada ao cumprimento de uma finalidade, da qual resulta a causa caracterizadora do contrato de sociedade, a distinguindo da simples comunhão” (Nicole Mattar Haddad Terpins, *A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento Imobiliário*, dissertação de mestrado defendida perante a Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (orientada pelo Prof. Dr. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, 2013, p. 128).

³⁵² Supostamente, é esta também a posição do Prof. Fábio Konder Comparato, exposta em parecer apresentado ao colegiado da CVM – que, todavia, apenas é referido em na Ata da Reunião do Colegiado nº. 20/2001 (Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/decisoes_antigas/anexos/decisoes-2001.pdf. Acesso em: 5 fev. 2018), na qual consta transcrição de seu teor: “Do mesmo modo, o parecer do

Outra variação desta teoria é sustentada por Mário Tavernard Martins de Carvalho, que reconhece no fundo de investimentos uma sociedade em comum, vez que apresentaria os caracteres próprios do tipo societário, sem previsão específica no Código Civil que autorize tipo societário específico e novo.³⁵³ Em igual sentido, estão Erasmo Valadão França,³⁵⁴ Sérgio Mourão Corrêa-Lima e Vinícius Rodrigues Pimenta.³⁵⁵ Como decorrência desta posição, em tese aplicar-se-iam aos fundos, no que as instruções editadas pela CVM silenciam, as regras dos arts. 986 a 990 do Código Civil.

Desde já, se pontua que a aplicação do regime legal atinente às sociedades,³⁵⁶ de fato, compatibiliza-se mais aos fundos de investimento do que aquele próprio dos condomínios. Todavia, apesar deste recurso facilitar a resolução de diversas questões sob o ponto de vista prático, também não se aquiesce com a assertiva de que os fundos de investimento constituiriam tipos societários, como a seguir se exporá.

Preliminarmente, é necessário observar a síntese de efeitos essenciais das sociedades, tomadas enquanto categoria jurídica própria, para, então, verificar se os fundos de investimento (ao menos, em sua generalidade) teriam maior proximidade com este instituto.

Prof. Comparato afirma a equiparação entre fundos e sociedades, asseverando que os regulamentos dos primeiros e os estatutos das últimas “são corpos de normas, objetivas e impessoais, exatamente porque as sociedades por ações, ou os fundos de investimento, constituem reuniões de capitais, representados por ações ou cotas, e não reuniões de pessoas determinadas”.

³⁵³ “Não seria possível interpretar de maneira ampliativa a expressão ‘lei especial’. Este é um termo jurídico que se refere exatamente a leis externas, *in casu*, ao Código Civil, decorrente do devido processo legislativo (art. 59 da Constituição da República). Instruções normativas não são leis, prestando-se exclusivamente a regulamentá-las, quando for o caso. Além disso, a lei especial deve, de maneira expressa, referir tratar-se de sociedade, até mesmo por representar uma inovação e um tipo específico. Caso se admita ser possível a criação de tipos de sociedade por atos regulamentares, tais como as instruções normativas da CVM, além de contrariar disposição expressa do art. 983 do Código Civil, teríamos, no mínimo, um número de novos tipos societários idêntico ao de tipos de fundos de investimento existentes” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 197).

³⁵⁴ “A natureza do Fundo ‘X’ é a de uma sociedade não personificada. O Fundo ‘X’ é regido pelos artigos 49 e 50 da Lei 4.728/1965 e pela Instrução CVM 302/1999, sendo subsidiariamente a ele aplicáveis as normas do Código Civil relativas ao direito societário, particularmente as normas sobre a sociedade em comum e sobre a sociedade simples e, analogicamente, as disposições da Lei de S/A” (Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, *A natureza jurídica dos fundos de investimento. Conflito de interesses apurado pela própria assembleia de quotistas. Quórum qualificado para destituição de administrador de fundo in Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros Editora, 2009. p. 212).

³⁵⁵ Sérgio Mourão Corrêa-Lima e Vinicius Rodrigues Pimenta, *Fundos de Investimento* in Arnoldo Wald *et alii* (org.), *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais – Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*, São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 658-660.

³⁵⁶ Independentemente do tipo societário assumido – excluindo-se a sociedade em conta de participação, que, como a seguir ressaltado (nota de rodapé nº. 429) não se considera como sociedade.

Ora se adere à tese de que a sociedade – como já explicitado³⁵⁷ – possui duas dimensões, sendo, a um só tempo, ente organizado e contrato entre seus sócios: inicialmente, há relação contratual entre estes, de natureza proeminentemente bilateral (ainda que plurilateral em alguns aspectos, considerando que negociam termos em interesses contrapostos, mas desde já apresentam interesses comuns); após a estabilização desta relação (que, porém, segue viva e se revigora, sempre que estabelecidas tratativas para modificar ou aditar o contrato social), a sociedade se põe como ente, persistindo o vínculo estatutário entre seus titulares, de natureza eminentemente plurilateral, dada sua convergência de interesses (na direção do escopo comum, representado pelo objeto social).³⁵⁸

Como negócio jurídico plurilateral por excelência,³⁵⁹ as sociedades contam com o intercâmbio de obrigações e direitos entre sócios, seja pelo emprego de esforços ou pela reunião de recursos. Em tais aspectos remeteriam aos fundos, a justificar a atual força desta posição.

Contudo, como antes sustentado, entre cotistas ordinariamente³⁶⁰ não se daria contrato, ao que estes comporiam apenas relação estatutária, no qual ingressam após contrato bilateral (adesão ao regulamento) estabelecido entre si e o administrador. Em marcante distinção com relação às sociedades, que sempre pressupõem o contrato entre sócios quando de sua formação,³⁶¹ a coletividade dos cotistas firma contrato bilateral (sem qualquer resquício de caráter plurilateral, vez que existem apenas prestações contrapostas entre administrador e

³⁵⁷ Ver subcapítulo 2.1 acima.

³⁵⁸ “Duplo significado tem a palavra *sociedade* e duplo efeito gera o *contrato de sociedade*. Como qualquer contrato bilateral, o de sociedade cria relações obrigatórias entre as partes que o celebram, isto é, gera direitos e obrigações para os sócios. Além disso, efeito mais importante e que lhe é peculiar, ele dá nascimento a uma pessoa jurídica que, aos olhos da lei, tem existência real tão efetiva como a das pessoas naturais que, pelo contrato de sociedade, a geraram. E a palavra *sociedade* é empregada para designar tanto o contrato, que é causa da pessoa jurídica que ele fez nascer, como a própria pessoa, que é efeito daquele contrato” (José Eunápio Borges, *Curso de Direito Comercial Terrestre*, 5.ed., Rio de Janeiro: Forense, 1971. p. 260).

³⁵⁹ “As sociedades por ações, tal como as demais sociedades, reduzem-se, todas, à categoria dos contratos plurilaterais” (Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 335).

³⁶⁰ Como se sustentará adiante, em específicas situações, os fundos podem manifestar-se como sociedades, observando-se efetivamente contrato plurilateral entre cotistas.

³⁶¹ Ressalta-se que, no caso das sociedades anônimas, a relação propriamente contratual se dá apenas em sua fundação, ao que posteriormente novos acionistas ingressam diretamente em relação estatutária. Nas sociedades limitadas, porém, há sempre caráter contratual, uma vez que o ingresso de novos sócios demanda a alteração do contrato social. Tal fato contribui para a identificação estrutural relevante entre os fundos e as sociedades anônimas. Ainda assim, nas sociedades anônimas ainda é verificado referido caráter no ato fundacional, e a natureza do vínculo entre acionistas é distinta daquele estabelecido entre cotistas, como a seguir se sustentará.

fundo) com o administrador – e, ao aderir ao regulamento do fundo, os cotistas já assumem o vínculo estatutário entre si, sem negociar termos uns com os outros. Apresentam, assim, posição plurilateral em diversos momentos de sua relação jurídica, mas que diferirá da própria às sociedades. Tal raciocínio será justificado a seguir.

Antes, contudo, se observa que a relação estatutária própria da sociedade toma forma depois de estipulado o contrato entre sócios que a constitui, “na medida em que dele resulta uma *pessoa jurídica* que se destaca de seus fundadores para se tornar autônoma com respeito à convenção que a instituiu”.³⁶² Apesar de despersonalizado, o fundo de investimento ainda apresentaria tal autonomia enquanto ente: há massa patrimonial própria (inobstante seus bens ainda permanecerem na titularidade dos cotistas, seguem afetados para sua finalidade específica) e existe, além disso, centro decisório próprio, destacado das pessoas de seus titulares, consubstanciado na gestão exclusiva de seu administrador ou gestor. Assim, seria possível reconhecer a suficiente autonomia dos fundos, enquanto entes despersonalizados, com relação ao próprio negócio jurídico unilateral que estabelece seu regulamento, e o negócio jurídico bilateral pelo qual ingressam cotistas, em liame estatutário.

Ainda no aspecto *interna corporis*, é comum que as sociedades apresentem o *affectio societatis*, traduzido como a vontade dos sócios em promover atividade empresarial em conjunto – que, inclusive, é invocado por parte da doutrina como razão para o afastamento da teoria societária dos fundos de investimento, notadamente pela ausência de relação pessoal entre cotistas.³⁶³ Os defensores das correntes societárias, contudo, defendem que há *affectio societatis* nos fundos de investimento, dada a contribuição dos cotistas para o “atingimento de fim comum”.³⁶⁴

³⁶² Modesto Carvalhosa, 2003, p. 312.

³⁶³ Sustenta Nelson Eizirik que os fundos de investimento seriam condomínios, e não sociedades, justamente pela ausência de *affectio societatis* (2015, p. 79). Igualmente, Félix Ruiz Alonso (1971, p. 257): “A diferença entre a comunhão voluntária e a sociedade, estriba nas disposições internas das pessoas, que são umas nos sócios e outras diferentes nos comunheiros. No comunheiro não se dá a relação interpessoal associativa, característica do começo de toda sociedade ‘— *affectio*’ — e que é preponderante no caso do associado. A sociedade, antes de nada, une os sócios entre si para um fim comum, entretanto a comunhão relaciona apenas o sujeito com a coisa, é uma relação real, não entre pessoas. A relação dos coproprietários entre si é irrelevante, por isso não se pode falar na ‘*affectio*’ que implica sempre uma relação entre as pessoas dos sócios”.

³⁶⁴ “A contribuição material de todos para o atingimento de um fim comum, num negócio jurídico celebrado voluntariamente, revela a solidariedade e o compromisso de cada cotista, a consubstanciar o que chamamos de *affectio societatis*. Embora parte da doutrina tente emprestar um sentido mais rígido a seu significado, principalmente nas sociedades nas quais o *intuitu personae* associativo se faz presente, mais não se deve exigir para dar por caracterizada a *affectio*” (Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 209). De forma semelhante, note-se Oscar Barreto Filho (*Regime Jurídico...*, p. 163-164): “A *affectio societatis* consistiria na intenção de

Cabe, então, investigar qual o objeto da dita *affectio societatis*. Preteritamente, seria este considerado um aspecto básico das “sociedades de pessoas”, nas quais o trabalho em comum dos sócios representa fator central da comunhão, a integrar a própria finalidade do contrato de sociedade – e, como preconiza o Direito Romano, que o diferenciaria da comunhão simples –, vez que o concurso de vontades que direcionará a sociedade no rumo de seu objeto social.³⁶⁵ Em outras palavras, tal aspecto conferiria ao contrato de sociedade o caráter *intuitu personae*, no qual os sócios desejam associar-se especificamente uns aos outros, confiando que cada um concorrerá para o sucesso da sociedade, e empregará suas habilidades pessoais no desenvolvimento desta. No momento em que tal vínculo volitivo se desfaz, a sociedade toma o mesmo destino, com base na impossibilidade de consecução de seu fim social.³⁶⁶ Assim, dá-se causa à dissolução (por inteiro, com a liquidação; ou parcial, com a apuração de haveres e saída do sócio dissonante) da sociedade.

Com o advento das sociedades anônimas, porém, tal elemento foi reinterpretado, perante o desenvolvimento do conceito da “sociedade de capitais”, nas quais os sócios (*rectius*, acionistas) – que podem ser *quaisquer* pessoas – não se reúnem motivados pela identidade de suas partes, mas prioritariamente para reunir capitais, sendo indicada ou contratada administração profissional para executar o fim econômico ao qual se destina.³⁶⁷

congregar recursos para a aquisição e gestão de uma carteira de valores mobiliários nas melhores condições jurídicas, técnicas e econômicas, para partilhar entre os sócios os lucros e vantagens atribuídos à propriedade desses valores. Existe, sem dúvida, no *investment trust*, a identidade de interesses, o espírito de colaboração ativa, que constitui o elemento volitivo do contrato social. É justamente a presença desse elemento que nos faz enxergar no *investment trust* algo mais que uma simples comunhão contratual de patrimônio”.

³⁶⁵ “O uso em comum de bens ocorre também na comunhão, ou condomínio, e o direito romano usava a expressão *affectio societatis* para distinguir a sociedade da comunhão: a formação da sociedade pressupunha que os contratantes manifestassem a vontade de reunir esforços ou recursos com o fim de participar dos resultados de uma atividade, enquanto na comunhão os condôminos não têm fim comum – pois cada um usa, no seu próprio interesse, o bem objeto do condomínio. A *affectio societatis* designava o tipo de vontade formadora do contrato de sociedade, diferente da vontade de constituir comunhão ou condomínio” (Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *Direitos das Companhias*, Rio de Janeiro: Forense, 2009, V. I, p. 35).

³⁶⁶ “Convém sublinhar que tal elemento não impõe o sacrifício dos interesses particulares de um sócio em favor dos interesses de outro sócio, mas exige apenas respeito ao objetivo comum (Gustavo Tepedino, “Ruptura”, p. 334). Sendo assim, impõe-se reconhecer a extinção do contrato de sociedade pela ruptura da *affectio societatis*, justamente por força da inviabilidade de realização do escopo social” (Gustavo Tepedino, Maria Celina Bodin de Moraes e Heloísa Helena Barboza, *Código Civil Interpretado Conforme a Constituição da República*, 2.ed., V. III, Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 46).

³⁶⁷ “Em relação à maior ou menor importância da *affectio societatis* na vida da sociedade, estas se classificam em sociedades de pessoas, de capitais e mistas. [...] Obviamente, em ambos os grupos há necessidade, em sua formação, de elementos pessoais e de capital; sem eles inexistiria contrato de sociedade. Entretanto, há predominância em sua formação de qualidades pessoais, de sorte que a mera substituição de um sócio pode acarretar sua dissolução ou a impossibilidade de sua continuação, então se diz que a sociedade é pessoal. Se o

Assim, o *affectio societatis* passou a descrever elemento para além do carácter personalíssimo do contrato de sociedade, sendo substituída pela noção da necessidade de preservação da disposição dos sócios em manter o interesse em desenvolver (seja através de capitais ou trabalho) o objeto social, como esclarece Fábio Ulhoa Coelho:

A *affectio societatis* é, hoje, entendida como a disposição dos sócios em manter o esforço ou investimento comum. Assim definida, a condição é, de fato, *necessária* à constituição da sociedade limitada, embora não possa ser vista como *suficiente*, já que existem outras alternativas jurídicas para a exploração de atividades econômicas em conjunto. Esvaindo-se a disposição, a sociedade se dissolve, total ou parcialmente.³⁶⁸

Tal entendimento é corroborado pela doutrina, que reconhece carácter objetivo na atual leitura da *affectio societatis*, mais identificado com um “propósito de cooperação” entre sócios, independentemente deste se manifestar a partir da conjugação de esforços pessoais ou da reunião de recursos.³⁶⁹ Em sentido análogo, se coloca Fábio Konder Comparato, que vislumbra o corrente conceito de *affectio societatis* em critério interpretativo originado nos deveres de boa-fé objetiva, próprios de um contrato relacional. Veja-se:

A *affectio societatis* é, portanto, não um elemento exclusivo do contrato de sociedade, distinguindo-o dos demais contratos, mas um critério interpretativo dos direitos e responsabilidades dos sócios entre si, em vista do interesse comum. Quer isto significar que a sociedade não é a única relação jurídica marcada por esse estado de ânimo continuativo, mas que ele comanda, na sociedade, uma exacerbação do cuidado e diligência próprios de um contrato *bonae fidei*. Em especial, o sócio que descumpre disposição estatutária e, sobretudo, contratual (pois a relação

carácter pessoal é secundário, e a substituição de sócio se faz livremente, sem necessidade de prévia consulta ou até mesmo conhecimento dos demais sócios, então, à evidência, trata-se de sociedade de capitais” (Ricardo Negrão, *Manual de Direito Comercial e de Empresa*, 7.ed., São Paulo: Saraiva, 2010. p. 273-274).

³⁶⁸ Fábio Ulhoa Coelho, *Curso de Direito Comercial*, V. 2, 18.ed., São Paulo: Saraiva, 2014, p. 421-422.

³⁶⁹ “Finalmente, a *affectio societatis* consiste no estado de cooperação entre os sócios com vistas à consecução de interesse comum, traduzido no melhor interesse da sociedade. Vale dizer, cuida-se de elemento essencial ao contrato de sociedade, manifestando-se externamente na disposição dos contratantes em compartilhar os destinos da sociedade, participando de ganhos e perdas comuns. Não basta o propósito de cooperar, devendo os sócios conjugar esforços direcionados a um fim comum (Washington de Barros Monteiro, *Curso*, p. 309). O Superior Tribunal de Justiça já definiu a *affectio societatis* como ‘vontade de união e aceitação das áleas comuns do negócio’ (3ª T., Ag. Reg. No Ag. 90.995, Rel. Min. Cláudio Santos, julg. 5.3.1996). Embora ordinariamente associada à vontade dos contratantes, e referida até mesmo como ‘elemento intencional do contrato de sociedade’ (José Waldecy Lucena, *Das Sociedades Limitadas*, 6.ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 708 e 724-725, apoiado em ampla pesquisa da doutrina francesa; no mesmo sentido, Rubens Requião, *Curso*, p. 394), a *affectio societatis* adquire contornos objetivos no direito contemporâneo, devendo ser compreendida como a direção das vontades dos sócios a uma finalidade comum, isto é – repita-se –, à ultimate do melhor interesse da sociedade” (Gustavo Tepedino, Maria Celina Bodin de Moraes e Heloísa Helena Barboza, *Código Civil Interpretado Conforme a Constituição da República*, V. III, p. 46).

convencional é mais pessoal e concreta que a submissão a normas estatutárias), como é o caso de acordos de acionistas numa sociedade anônima, pratica falta particularmente grave sob o aspecto da ética societária; ele se põe em contradição com sua anterior estipulação ou declaração de vontade, revelando-se pessoa pouco confiável enquanto sócio (*venire contra factum proprium*). Há, assim, dois elementos componentes da *affectio* ou *bona fides societatis*, representativos do duplo aspecto dessa relação: a fidelidade e a confiança. A fidelidade é o escrupuloso respeito à palavra dada e ao entendimento recíproco que presidiu à constituição da sociedade, ainda que o quadro social se haja alterado, mesmo completamente. Por outro lado, a confiança é também um dever do sócio para com os demais, dever de tratá-los não como contrapartes, num contrato bilateral em que cada qual persegue interesses individuais, mas como colaboradores na realização de um interesse comum.³⁷⁰

Portanto, o conceito de *affectio societatis* segue aplicável às sociedades, mas assume novo escopo: compreendido mais como um vínculo de cooperação abstrata entre sócios, sem necessariamente assumir caráter pessoal. A *affectio societatis* ainda se poria como fator de diferenciação entre sociedades e condomínios ou comunhões simples, a representar a unificação de escopo decorrente do vínculo contratual estabelecido pelos sócios.³⁷¹⁻³⁷² Tal entendimento, com relação aos fundos, é esposado por Eduardo Cherez Pavia, que reconhece *affectio societatis* entre os fundos apenas “pelo interesse comum em auferir lucro”.³⁷³ Mesmo que se aceite uma interpretação ampla, que enxergue no *affectio societatis* mera comunhão de

³⁷⁰ Fabio Konder Comparato, *Restrições à circulação de ações em companhia fechada*, in *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 36/65, 1979, p. 67-71. De forma semelhante: “A idéia de que a *affectio societatis* é um requisito para a continuidade da existência do contrato, e não apenas para sua formação, implica tornar a obrigação de cooperar sujeita à condição resolutiva de ato de vontade ou do estado de espírito dos contratantes: se qualquer sócio, alegando cessação da disposição de continuar a sociedade, puder se liberar da obrigação contraída de cooperar, a obrigação é puramente potestativa. A expressão é útil, todavia, para pôr em destaque o maior grau de boa-fé requerido no contrato de sociedade: embora a doutrina moderna ressalte a boa-fé como elemento de todos os contratos – como o fez o Código Civil em relação à interpretação dos negócios jurídicos – é especialmente importante na sociedade, pois a cooperação para o fim comum requer confiança mútua e lealdade” (Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, 2009, p. 36).

³⁷¹ Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 157.

³⁷² A falta de *affectio societatis* é, há muito, invocada pela doutrina para diferenciar as comunhões das sociedades: “Un'altra distinzione importante è quella fra *comunione* e *società*: tale distinzione, sulla quale molto si era discusso in passato, specie per quanto riguarda la cosiddetta *affectio societatis*, elemento ritenuto indispensabile per la formazione della società, intesa come comunione qualificata, risulta attualmente chiarita attraverso la parola stessa del legislatore”. (Mario Dossetto, 1957, p. 860). Em tradução livre: “Uma outra distinção importante é aquela entre comunhão e sociedade: tal distinção, muito discutida no passado, especialmente no que diz respeito à chamada *affectio societatis*, um elemento considerado essencial para a formação da sociedade, e entendida como espécie de comunhão qualificada, é agora esclarecida pela palavra do legislador”.

³⁷³ “Já a *affectio societatis*, apontada pela doutrina tradicional como elemento distintivo entre a comunhão e o condomínio, está, na nossa opinião, tão presente entre os cotistas de um fundo de investimento quanto entre acionistas de uma sociedade anônima. Tal *affectio* é traduzida pelo interesse comum em auferir lucro por meio de determinado investimento, conforme os ativos nos quais os recursos da carteira serão investidos” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 51).

escopo, esta não ocorreria quando a unificação se der por força de lei, já que pressupõe elemento volitivo (por exemplo, estariam excluídos de seu âmbito a massa falida e a herança).

Ainda assim, será necessário o intuito de cooperação ativa entre as partes, a observação de vínculo associativo que decorra do próprio ato de vontade, para que o *affectio societatis*, mesmo nesta acepção, seja reconhecido. Na hipótese das sociedades, as partes têm por causa contratual justamente a formação de seu vínculo associativo, que permitirá o desenvolvimento da atividade empresarial pretendida.

Observam-se coletividades incidentais que, ainda que se originem em atos volitivos e não em mera imposição legal, não têm por causa a associação com as partes que integram órgão de deliberação colegiada. Ilustrativamente, remeta-se à comunhão de debenturistas,³⁷⁴ representados pelo agente fiduciário (art. 68 da Lei das S.A.), – que, unidos pelo mero escopo de lucro, passariam nos termos desta interpretação a ter suposto *affectio societatis*. Apesar de volitiva, a comunhão dos debenturistas, tal como a dos cotistas de fundo de investimentos, é geralmente transitória e incidental: não há objetivo de cooperação mútua manifestado para além da intenção de recebimento ou de recuperação do crédito, no caso daqueles; e, normalmente, da percepção da rentabilidade, no caso destes. Há somente a adoção do princípio colegiado, a unificação das vontades através da colegialidade,³⁷⁵ dada a posição de compartilhamento de interesses: o qual também é observado nas sociedades. Referida posição, porém, ainda seria insuficiente para que o vínculo de mútua cooperação figure como um elemento essencial (ou seja, indispensável) à relação entre as partes.

Importa dizer que inexistente associação entre cotistas, ao menos em situações ordinárias, e que a sua congregação em órgão colegiado não tem origem na natureza do negócio jurídico que firmam. Não há neste um ato de vontade especificamente voltado à sua associação, que é somente incidental ou excepcional. Nessa esteira, afirma José Romeu Garcia do Amaral, ao tratar da comunhão de debenturistas:

³⁷⁴ Nota-se que os debenturistas formam *organização coletiva*, em muito análoga à posição de sócio, sem, contudo, compreender vínculo societário. Ainda que exista a *comunhão de interesses*, a lei optou pela técnica da comunhão, em detrimento das técnicas da personificação ou da representação coativa (representação obrigatória de todos por um). Nesse sentido, veja-se José Romeu Garcia do Amaral, 2003, p. 220-224.

³⁷⁵ “Acredita-se ao espaço de conformação bilateral, nas palavras do jurista português, a *dimensão colegial*, posto que a autonomia da vontade de um debenturista sujeita-se à vontade dos demais debenturistas, em razão da adoção do princípio majoritário. Revela-se, assim, uma estrutura tripartite de declarações de vontade: ‘a própria, a da entidade emitente e a dos restantes membros da organização’” (José Romeu Garcia do Amaral, 2003, p. 221).

A comunhão de interesses motiva a reunião dos debenturistas em torno de um mesmo fim, mas não se demonstra capaz de organizar todas as relações jurídicas que a envolvem. É a partir da organização dos debenturistas, formada em razão da própria comunhão de interesses, assim como o é na formação da organização social, que se vislumbra a possibilidade de estruturação de seus órgãos, os quais tem por finalidade zelar por aquele *interesse coletivo*. Pontes de Miranda afirma, todavia, que ‘a organização está prevista na lei e independe de acordo dos interessados, tanto que a convocação se faz sem que se tenha convencionado organizar-se a comunhão dos debenturistas’. Diferentemente da organização dos debenturistas, há o *elemento da voluntariedade* na organização social, posto que as pessoas se obrigam *reciprocamente* a contribuir para o exercício de uma atividade econômica.³⁷⁶

A conclusão transcrita se mostra perfeitamente aplicável à comunhão de interesses dos cotistas. Até por isso, como antes sustentado, os cotistas (compreendidos em sua coletividade) estabelecem relação contratual somente com o administrador, ocupando posição estatutária perante os demais cotistas.

Em contraste, se situam as diversas normas atinentes ao abuso de direito de voto, ao conflito de interesses e ao poder de controle: os sócios são obrigados a avaliar sua posição a partir do interesse comum, devendo priorizar os interesses da coletividade, vez que ingressam no contrato de sociedade buscando desenvolver uma empresa, que incluirá a formação de fundo de comércio e reputação próprios.³⁷⁷ Ressalte-se, assim, que o conceito de interesse social é estranho aos fundos de investimento,³⁷⁸ até mesmo por ser seu eventual caráter associativo meramente incidental: os cotistas entregam recursos a terceiro (administrador), confiando neste (e não nos demais sócios ou no poder exercido por controlador) para a obtenção de rentabilidade.

³⁷⁶ Amaral, 2003, p. 224-225.

³⁷⁷ “[O] voto deve ser exercido *ex causa societatis*. O voto não deverá ser um mecanismo de realização prevalecente dos interesses pessoais do sócio, mas o exercício de um poder delegado a ele pela comunidade de seus pares, a fim de que cada um contribua individualmente ou em bloco para a formação da vontade social. O sócio, portanto, deve votar em estreita obediência à própria condição de *membro da comunidade acionária*, pois que somente assim será possível proteger o interesse comum, acima dos interesses individuais dos sócios, muitas vezes conflitantes. O interesse social não é, pois, a somatória dos interesses individuais de cada acionista, mas a *transcendência* desses mesmos interesses por um interesse comum a todos, definido no objetivo empresarial específico da companhia e nos fins sociais que são comuns a todas elas, qual seja, a realização do lucro” (Modesto Carvalhosa, 2003, p. 457).

³⁷⁸ “A especificidade da sociedade resulta do fato de ser ela uma *comunhão voluntária de interesses* distinta, portanto, não só da meramente incidente (ou acidental) que ocorre, por exemplo, na avaria comum, como também da comunhão necessária. Ora, quem diz comunhão voluntária, refere-se, implicitamente, a um escopo ou objetivo. Os sócios reúnem-se para a realização de um objetivo comum. O interesse social consiste, pois, no interesse dos sócios à realização desse escopo. [...] Ora, ao controlador, mais do que a qualquer dos outros participantes na sociedade, compete o dever de atuar em vista da realização dessa finalidade; não só pelo exercício do voto, mas também fora da assembleia, definindo a política empresarial e promovendo sua aplicação pelo órgão administrativo” (Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 381-382).

Em igual direção, pouco importará aos cotistas que o administrador atinja os objetivos expressos na política de investimento de um fundo mediante o ingresso de mais ou de menos cotistas no fundo. Há contexto diferente no que tange às sociedades, que têm na própria conjugação de esforços ou de recursos entre sócios a sua motivação primeira.³⁷⁹

Ao contrário, o interesse do cotista, ao menos em termos gerais, é o de obter rentabilidade para si, rapidamente trocando de posição se necessário; em oposição à ideia originária da sociedade, que pressupõe a permanência por maior prazo. Os vínculos e o interesse concreto demonstrados pelo cotista são marcadamente distintos daqueles (idealmente) exibidos pelo sócio. De fato, a participação em sociedade, à semelhança do investimento em fundos, tem usualmente escopo final idêntico: obtenção de lucro.³⁸⁰ Mas a forma em que se dá é completamente distinta – como exposto no primeiro capítulo, os efeitos essenciais empregados pelas partes, ainda que para perseguir igual interesse concreto, são diversos.

Em tal direção, a negociação pública de ações com viés de curto prazo (como na prática do “*day trade*”) é incomum à função primariamente exercida pela participação societária, levando as ações de companhias listadas em bolsa de valores a assumir o papel de títulos especulativos, função concreta distante de sua concepção.

Tal transmutação dinâmica e transitória, porém, não se incompatibiliza com a concepção dos fundos de investimento, que sempre foram concebidos como veículos mais simples, com intuito meramente lucrativo ou de poupança, instrumental. Tal posição se assemelha, mais uma vez, à da comunhão dos debenturistas: vinculada a um interesse

³⁷⁹ “Constituem uma sociedade, as pessoas que mutuamente se obrigam a combinar esforços ou recursos para lograr fins comuns repartindo, entre si, os dividendos. A sociedade vai resultar da união de pessoas, físicas ou jurídicas que, reciprocamente, se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício proficiente de atividade econômica e a partilha, entre si, dos respectivos resultados (Código Civil, artigo 981)” (Sérgio Campinho, *O Direito de Empresa à Luz do Novo Código Civil*, 8.ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 34).

³⁸⁰ “Constitui fim essencial da companhia gerar lucros e distribuí-los entre os acionistas. Na companhia, o interesse econômico imediato é a repartição periódica dos lucros, sob a forma de dividendos, como uma espécie de frutos civis dos contingentes do capital de cada um dos acionistas. Um dos aspectos mais relevantes na execução do contrato social é o da distribuição dos lucros, no qual se realiza o interesse individual dos acionistas. Os sócios que participam da assembleia de deliberação da distribuição dos resultados devem comportar-se tendo em vista o princípio da boa fé, o qual exige que, preservada a continuação do empreendimento econômico, devam os lucros ser divididos entre eles” (Nelson Eizirik, *A Lei das S/A Comentada*, 2.ed., São Paulo: Quartier Latin, 2015, V. II, p. 146).

individual e meramente econômico, de natureza fugaz; em regra, sem a pretensão de se manter o vínculo entre partes por período mais duradouro.³⁸¹

Justamente, as debêntures são emitidas por iniciativa da companhia emissora,³⁸² que passa à posição de devedora e não possui a capacidade de interferir nas disposições colegiadas dos debenturistas, em paralelo com os fundos de investimento, constituídos unilateralmente pelo administrador. A composição de colegialidade, em ambos os casos, se dá por conveniência estrutural, para facilitar a captação e recursos no mercado de capitais, disponibilizar estrutura profissional a investidores e repartir custos operacionais. A associação entre investidores, note-se, não é elemento essencial a qualquer dos institutos; inclusive, há igual estrutura legal caso todas as cotas ou debêntures se concentrem em único titular.

Apesar do exposto, se reconhece que, de fato, as sociedades anônimas possuem similitude estrutural com os fundos de investimento,³⁸³ vez que em ambos os casos é manifestada uma disposição estatutária plurilateral de interesses entre os seus participantes (ainda que, no contexto dos fundos, seja esta normalmente incidental, decorrente da posição jurídica dos cotistas). Em ambos os casos, as partes podem ingressar ou deixar o arranjo contratual a qualquer momento; e este se voltaria à mesma conjugação de capitais para um fim específico, mediante a composição de um patrimônio separado sob administração profissional.

Mas, para além do ponto acima, deve-se ressaltar que este raciocínio não seria suficiente para sustentar a ausência de *affectio societatis* caso se adote posição ainda mais objetiva, como a de Paula Forgioni, que a identifica na “vontade [dos sócios] de suportar

³⁸¹ “As debêntures se prestam a diversos negócios jurídicos que visam capitalizar a sociedade. Como dito anteriormente, enquanto instituto de direito societário, revelam-se valores mobiliários de dívida, emitidos em série, que tem por função permitir às sociedades a obtenção de recursos junto ao público investidor para o desenvolvimento de suas atividades, com a dispersão dos credores. Essa é, inclusive, a função essencial das debêntures, como nos mostra a unanimidade da doutrina” (José Romeu Garcia do Amaral, 2003, p. 78-79).

³⁸² “É a própria sociedade que dá início à marcha de financiamento por meio das debêntures. A sociedade cria, emite e coloca o valor mobiliário em circulação” (José Romeu Garcia do Amaral, 2003, p. 80).

³⁸³ Ainda assim, tal proximidade estrutural se dá mais perante os fundos de investimento fechado, e com ressalvas. Por outro lado, os fundos abertos também demonstram proximidade estrutural com as sociedades cooperativas, que comportam a entrada e saída de seus cooperados a qualquer momento, variabilidade do capital social, e intransferibilidade de quotas (art. 1.094 do Código Civil), e que, ainda, podem incluir separação patrimonial imperfeita semelhante à dos fundos (art. 1.095, § 1º, do Código Civil) – ver Emanuelle Urbano Maffioletti, *As Sociedades Cooperativas e o Regime Jurídico Concursal*, São Paulo: Almedina, 2015, p. 140-142. Logo, considerando que as sociedades cooperativas, que possuem caráter altamente pessoalizado (em considerável distância com os fundos, com administração profissional por terceiro), oposto à das sociedades anônimas, ressalva-se que a mera proximidade estrutural pode ser consideravelmente enganadora, sem carrear suficiente valor para definir a qualificação do instituto.

áreas comuns, arcando todos os sócios com as eventuais perdas decorrentes da atividade e pertencendo o lucro também a todos”.³⁸⁴

Como notam Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, contudo, “a expressão designa[ria] um tipo particular de consentimento contratual”.³⁸⁵ Mesmo que se interprete a mesma como “uma intenção comum permanente, cuja cessação acarretaria a imediata extinção do contrato, um estado de ânimo continuativo, ainda mais pronunciado que o existente, por exemplo, no mandato”, alertam os autores que “assim interpretada em nada diferencia (...) a sociedade (pelo menos a regulada no Código Civil) da comunhão”, ao que a distinção entre ambas deveria “ser pesquisada na natureza da causa, enquanto elemento objetivo do negócio jurídico”.³⁸⁶ Dessa forma, os autores explicitam o pouco valor que o conceito de *affectio societatis* carregaria, se isoladamente considerado. Na forma antes ressaltada, ao passo que na comunhão o “acento tônico” é “posto nos próprios bens comuns”, na sociedade estes são “simples instrumentos para o exercício de uma atividade”.³⁸⁷

Reitera-se que, nos fundos de investimento, o foco reside no acervo patrimonial do fundo e em seu incremento de valor, encerrando este o seu fim típico. O objeto social confundir-se-ia com o próprio valor decorrente da posição de titularidade dos bens e direitos que o compõem enquanto patrimônio separado. Há atividade, de fato, consistente na busca por rentabilidade, mas esta se entrelaça com a relevância do *status* de titularidade sobre a massa patrimonial – tratando diversamente, não é possível dizer que a sua atividade passaria a ser mais importante que os vínculos de titularidade que o próprio fundo compreende. E esta atividade sempre se dará a partir de algum desdobramento da titularidade dos ativos (veja-se, assim, o quarto e último capítulo).

Ou seja, não há atividade ínsita aos fundos de investimento que seja autônoma à titularidade de seu ativo: circunstância que os diferencia das sociedades, nas quais há empresa, ou seja, atividade econômica organizada que se separa de seus bens. Os fundos apenas existem – salvo raras exceções – enquanto massas patrimoniais. As sociedades, usualmente organizadas com vida associativa e econômica próprias, desenvolvem fundo de comércio e

³⁸⁴ Paula A. Forgioni, 2010, p. 157.

³⁸⁵ Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 157.

³⁸⁶ Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 157.

³⁸⁷ Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 157-158.

aviamento próprios; aspectos que, conforme se sustentará, inexistem nos fundos de investimento.

Há, em todo caso, aspecto que diferenciaria por inteiro os fundos de investimento (compreendidos em sua generalidade) e as sociedades, ainda que anônimas ou de capitais, firmando definitivamente a questão em torno do chamado *affectio societatis*. Nestas, sempre resta presente o foco em sua condução enquanto *órgão social*: há conselho de administração, eleito pela Assembleia Geral (e sendo, assim, sua extensão em representação indireta), ou reunião de sócios, que definirá as diretrizes centrais de sua administração, e seu controlador direcionará suas atividades. O espírito de qualquer sociedade reside, preponderantemente, na vontade dos sócios, ultimado pelo poder de controle, sendo este o motor primeiro e último de suas atividades.³⁸⁸ Ainda que, eventualmente, muitos de seus sócios não participem das deliberações sociais, ao menos aquele que exerça o controle o fará.

Tão relevante é o poder de controle exercido nas sociedades anônimas, que a doutrina assume que o mesmo possui valor econômico próprio.³⁸⁹ Nesse sentido, ressalte-se a previsão do art. 254-A da Lei das S.A., que estipula forma de cláusula de *drag along* dos minoritários imposta por lei, perante a alienação de controle de companhia aberta, assegurando que os mesmos participem na mais-valia representada pela transferência onerosa do controle.³⁹⁰

Por outro lado, tal lógica se inverte com relação aos fundos de investimento. Apesar da prevalência da Assembleia de Cotistas sobre as demais instâncias de deliberação atinentes aos fundos, não é este o órgão que, *a priori*, os porá em movimento. Pelo contrário, sua realização

³⁸⁸ “Poder de controle é o poder supremo da estrutura hierárquica da companhia exercido pelo acionista controlador – titular da maioria pré-constituída dos votos na Assembléia Geral. Controlar significa governar, dirigir ou pilotar, o que explica a designação do poder exercido pelo acionista controlador. Na acepção mais ampla, a palavra ‘poder’ denota a capacidade de um agente intencionalmente fazer algo ou produzir um resultado, e essa capacidade pressupõe (a) uma relação entre o agente que detém o poder e o objeto a ele submetido e (b) uma fonte de poder. Poder social é modalidade de poder peculiar às relações sociais, e consiste na capacidade de um agente de alterar, determinar ou causar a ação ou o comportamento de outro ou outros agentes. Pressupõe relação social em que um dos agentes tem sua ação subordinada à de outro, no sentido de que age segundo os comandos ou determinações recebidos” (Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, 2009, p. 824).

³⁸⁹ [A] reintrodução da oferta pública obrigatória no direito positivo brasileiro reforça a conclusão de que o bloco das ações representativas do controle possui valor econômico próprio, que não se confunde com o valor de cada uma das ações integrantes do bloco, individualmente considerada. É a chamada mais valia do bloco de controle” (Carla Wainer Chalréo Lgow, *Oferta pública obrigatória por ocasião de alienação de controle de companhia aberta (artigo 254-A da Lei das S.A.)* in *Revista Semestral de Direito Empresarial*, nº. 9, jul./dez. 2011, p. 5).

³⁹⁰ Modesto Carvalhosa, 2003, V. IV, p. 140 e ss. Ver, também: Nelson Eizirik, *A Lei das S/A Comentada*, 2.ed., São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 320-325.

é menos frequente ou mesmo excepcional, e o foco do fundo está nas atividades do administrador e do gestor, que dispõem de poder discricionário (discutido no final dos subcapítulos 2.1 e 2.2 *supra*) para empregar os bens e direitos do fundo no sentido da realização de sua finalidade. A reputação e a competência do administrador (e mais ainda do gestor, se existente) compõem fatores decisivos para atrair investidores ao fundo, e não o seu eventual “controle” por certo quotista. A relação se dá, assim, muito mais intensamente entre a coletividade e os prestadores de serviço do fundo, do que entre os próprios cotistas, afastando ainda mais o elemento de colaboração ou de contribuição *mútuas* entre sócios,³⁹¹ sendo o interesse de cada investidor essencialmente individual. A questão do interesse individual e coletivo dos cotistas será objeto do subcapítulo 3.2.1 abaixo.

Para ressaltar tal diferença, cumpre notar uma questão pragmática – mas ainda profunda – entre os fundos de investimento e as sociedades. Na sociedade limitada, sociedade de pessoas por excelência, todos os sócios têm conhecimento de quem são os outros cotistas, até mesmo por ser este um motivo determinante de seu arranjo contratual (como já discutido, o *affectio societatis* tipicamente associado às sociedades de pessoas). Mesmo nas sociedades anônimas, em tese qualquer interessado com justificado interesse (art. 100, I, e § 1º, da Lei das S.A.)³⁹² poderia consultar o *livro de registro de ações nominativas* para verificar quem são os acionistas de determinada companhia.³⁹³ Não apenas isso, mas, como se destaca acima, qual acionista exerce o controle da companhia é, também, matéria fundamental que pode orientar ou impactar o valor de suas ações – e a eventual intenção de se alienar o controle

³⁹¹ “Como se percebe, o elemento da *colaboração*, da *reunião de esforços*, sempre marcou as sociedades, bem assim a ideia de os *riscos*, as *áreas* do empreendimento cabiam e seriam suportados por todos os sócios” (Paula A. Forgioni, 2010, p. 158).

³⁹² Art. 100, § 1º, da Lei das S.A.: “A qualquer pessoa, desde que se destinem a defesa de direitos e esclarecimento de situações de interesse pessoal ou dos acionistas ou do mercado de valores mobiliários, serão dadas certidões dos assentamentos constantes dos livros mencionados nos incisos I a III, e por elas a companhia poderá cobrar o custo do serviço, cabendo, do indeferimento do pedido por parte da companhia, recurso à Comissão de Valores Mobiliários”.

³⁹³ “Os livros de assentamento de valores mobiliários emitidos pela companhia, como já se comentou, têm caráter público. Daí se permitida sua divulgação a qualquer interessado, acionista ou não, desde que decline a causa de pedir e efetue o pagamento do custo do serviço, nos termos do §1º do artigo ora comentado, preço este que deverá ser irrisório. Os atos lançados nos livros de registro e transferência de valores mobiliários têm efeitos constitutivos de direitos, no que diz respeito a acionistas e a terceiros. Assim, qualquer prejuízo causado por irregularidades na escrituração deverá ser indenizado pela própria sociedade, conforme expressamente dispõe o art. 104 da lei”. (Modesto Carvalhosa, 2003, p. 215-216). Ver, também: Nelson Eizirik, *A Lei das S/A Comentada*, V. II, 2.ed., São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 110.

pode, inclusive, dar causa à oferta pública de aquisição de ações, como dispõe o art. 254-A da Lei das S.A.

Em realidade diametralmente oposta, todavia, estão os fundos. Reina o entendimento de que a titularidade das quotas está abarcada pelo sigilo bancário,³⁹⁴ imposto pelo art. 1º da Lei Complementar nº. 105/2001.³⁹⁵ Assim, os cotistas de fundo de investimentos sequer terão meios ordinários de saber quem são os demais investidores do mesmo veículo, nem mesmo quem seria o eventual cotista “controlador”. Novamente, o exercício da condição de quotista não é – ao menos em situações normais – motivada pela identidade dos demais cotistas. Tal peculiaridade o afastaria da categoria dos contratos associativos, incompatível com a anonimidade quase absoluta.³⁹⁶

Novamente, não deverá ser irrelevante a circunstância do fundo de investimentos ser formado a partir de negócio jurídico unilateral e constitutivo por seu administrador, ao qual seus participantes aderirão posteriormente. Em seu tipo ideal, os fundos de investimento foram concebidos pelo regulador (em movimento consentâneo com o mercado – ver subcapítulo 2.3 acima) como uma espécie de produto financeiro, pré-concebido e oferecido por seu administrador (e gestor) aos eventuais interessados em obter lucratividade a partir da estratégia inicialmente concebida. Ademais, prosseguindo com o exemplo invocado acima, a comunhão de debenturistas também não forma corpo social propriamente dito, uma vez que as suas funções são exercidas primariamente pelo agente fiduciário.³⁹⁷

Seria possível, assim, argumentar que os fundos de investimento não apresentam o *affectio societatis* próprio às sociedades, apesar da já citada resignificação da figura.

³⁹⁴ “A confidencialidade das operações bancárias é um exemplo de sigilo legal, assegurado pela LC 105/2001, segundo a qual as instituições financeiras são obrigadas a conservar sob sigilo as operações dos seus usuários tais como valores em conta de depósito, conta-corrente, transferências bancárias, investimentos (inclusive em valores mobiliários), dentre outros (art. 1º)” (Norma Jonssen Parente, *Tratado de Direito Empresarial – Mercado de Capitais*, Modesto Carvalhosa (coord.), v. VI, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p. 712).

³⁹⁵ Anima tal entendimento o art. 1º, § 1º, III (que inclui as sociedades corretoras de valores mobiliários no rol de instituições sujeitas a seus termos), assim como seu art. 5º, § 1º, VIII (que expressamente inclui as “aplicações em fundos de investimentos” como operações, abarcadas por aquela Lei Complementar, que devem ser, em determinados termos, informadas à Receita Federal do Brasil).

³⁹⁶ Como a própria Lei Complementar nº. 105/2001 indica em seu art. 1º, § 3º, V, a quebra do sigilo mediante a concordância de seus titulares não importa em violação a seus termos. Logo, fundo no qual os cotistas se façam conhecidos aos demais poderá existir, não sendo tal condição essencial aos fundos, mas natural, afastável em concreto.

³⁹⁷ Por força do supracitado art. 68 da Lei das S.A.

Por coerência, porém, deve ser notado que em concreto os fundos de investimento podem ser qualificados como sociedades, desde que assim funcionem. Caso as deliberações sociais assumam prevalência na condução das atividades, sobrepondo o papel do administrador e gestor, tal fundo de investimentos será, concretamente, uma sociedade (e se enquadrando em seu regime legal subsidiário).³⁹⁸

É possível até mesmo que o vínculo entre cotistas, em suas particularidades, seja ostensivo (se, em concreto, os cotistas entre si possuírem conhecimento de suas identidades) e demonstre *affectio societatis*. Como já exposto, não é a forma adotada que definirá o rumo da qualificação do negócio jurídico, circunstância notável nos negócios indiretos.³⁹⁹ Tal possibilidade é especialmente acentuada nos Fundos de Investimento em Participações (FIP), que se voltam, segundo o art. 5º da ICVM nº. 578/2016, à aquisição de valores mobiliários relacionados à participação em sociedades, que permitam a “efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão”. Caso o fundo sirva apenas de veículo, a reproduzir a relação entre sócios atinente às suas sociedades investidas – ou mesmo caso funcione como uma sociedade *holding* propriamente dita –, poderá ser qualificado como uma sociedade.⁴⁰⁰

Tal possibilidade é, inclusive, admitida por Fabio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, que indicam que “não se pode excluir que, em certos casos, o fundo de investimento assuma as características de autêntica sociedade, quando utilizado como instrumento de formação do controle de companhias”.⁴⁰¹

Além disso, há outro fator que distingue sociedades e fundos de investimento. Como nos negócios indiretos, mesmo que para função não típica, as partes pretendem adotar forma específica, com efeitos determinados.⁴⁰² Quando optam pelos fundos de investimento, os cotistas pretendem, deliberadamente, contratar forma despersonalizada e sujeita às regras específicas da CVM, distinta das sociedades personalizadas. Ao passo que esta forma

³⁹⁸ Para melhor aprofundamento desta questão, veja-se o subcapítulo 4.3 *infra*, a respeito dos negócios indiretos.

³⁹⁹ *Idem* à nota acima.

⁴⁰⁰ Para discussão específica a respeito dos FIPs, permita-se remeter ao subcapítulo 4.4.1, abaixo.

⁴⁰¹ *op. cit.*, p. 162. Para tal discussão – especificamente voltada ao exercício de controle de companhias pelo fundo, veja-se o subcapítulo 4.4.3 abaixo.

⁴⁰² Como se ressaltará adiante (v. subcapítulo 4.3 *infra*), nos ditos negócios indiretos, as normas dispositivas referentes às formas deverão ser aplicadas em respeito à opção das partes; as normas imperativas referentes aos efeitos (isto é, à qualificação propriamente dita do negócio jurídico, em concreto), não poderão ser elididas pelas partes.

compreenda desvantagens, também inclui efeitos benéficos aos cotistas, notadamente aqueles de natureza fiscal.⁴⁰³⁻⁴⁰⁴

A personificação é uma técnica legal, ficção jurídica, expressamente imposta por lei para certas sociedades – e, aos fundos de investimento, não é prevista, em que pese adotarem a técnica da segregação patrimonial.⁴⁰⁵⁻⁴⁰⁶ Eduardo Cherez Pavia defende que o afastamento da técnica da personificação aos fundos decorreria “exclusivamente de escolha legislativa e do regulador para atingir objetivos fiscais”.⁴⁰⁷⁻⁴⁰⁸ Ademais, reconhece Fábio Ulhoa Coelho que a personificação consistiria em autorização legal para a prática de atos jurídicos, de forma

⁴⁰³ “Por oportuno, menciona-se que a regra de não tributação das carteiras dos fundos de investimento fundamenta-se [...] no fato de os fundos de investimento não possuírem personalidade jurídica (e, como tal, não serem caracterizados como contribuintes de Imposto de Renda)” (Rodrigo Pará Diniz, *Fundos de Investimento no Direito Brasileiro: aspectos tributários controvertidos e questões controversas em matéria fiscal*, 2.ed., São Paulo: Almedina, 2016. p. 26).

⁴⁰⁴ A forma despersonalizada dos fundos não impacta apenas a eventual (não) incidência do Imposto de Renda, mas também de outras cobranças de natureza fiscal, como a “taxa de fiscalização de estabelecimento”: “A controvérsia posta nos autos diz respeito sobre a legalidade da cobrança da Taxa de Fiscalização de Estabelecimento - TFE sobre fundos de investimento administrados pela instituição financeira ora recorrida. O Tribunal de origem entendeu que os fundos de investimento não se caracterizam como pessoa jurídica, mas sim como entidade despersonalizada de direito, não se enquadrando no conceito de estabelecimento nem de contribuinte da taxa, nos termos da Lei municipal n. 13.477/2002. Assim, para rever tal entendimento, há necessidade de exame da citada lei local, o que é vedado em sede de recurso especial, segundo o óbice da Súmula 280/STF” (STJ, AgInt no AREsp 837601, 2ª T., Rel. Min. Mauro Campbell Marques, julg. 17.5.2016).

⁴⁰⁵ “A personalidade jurídica é uma atribuição da lei. Trata-se de ficção jurídica. Mas ficção jurídica nada mais é, também, do que uma abstração, uma ideia produzida pelo homem para atribuir certos efeitos jurídicos a determinado ato ou fato. Ora, a ausência de personalidade jurídica nos fundos é uma ficção jurídica exatamente igual àquela por meio da qual a personalidade é criada em alguns tipos societários” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 53).

⁴⁰⁶ “O que não se pode perder de vista é o fato e ser a personalização uma técnica jurídica utilizada para se atingirem determinados objetivos práticos – autonomia patrimonial, limitação ou supressão de responsabilidades individuais – não recobrando toda a esfera da subjetividade, em direito. Nem todo sujeito de direito é uma pessoa. Assim, a lei reconhece direitos a certos agregados patrimoniais, como o espólio ou a massa falida, sem personaliza-los. E o direito comercial tem, nesse particular, importantes exemplos históricos, com a parceria marítima, as sociedades ditas irregulares, ou a sociedade em conta de participação. No curso da História, são numerosos os exemplos de técnicas jurídicas de gestão de um patrimônio, em benefício coletivo, sem a criação de uma pessoa coletiva. [...] O *trust* alcança o objetivo da separação patrimonial sem personalização, assim como a propriedade em mão comum do direito germânico” (Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 344-345).

⁴⁰⁷ “A personalidade jurídica é uma atribuição da lei. Trata-se de ficção jurídica. Mas ficção jurídica nada mais é, também, do que uma abstração, uma ideia produzida pelo homem para atribuir certos efeitos jurídicos a determinado ato ou fato. Ora, a ausência de personalidade jurídica nos fundos é uma ficção jurídica exatamente igual àquela por meio da qual a personalidade é criada em alguns tipos societários” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 53).

⁴⁰⁸ Tal conclusão, todavia, contraria o que se observa a partir da MP 806/2017, conforme comentário aduzido no subcapítulo 4.4.1 *infra*.

genérica ou inespecífica, ao passo em que os entes despersonalizados apenas poderiam praticar atos vinculados à sua função específica.⁴⁰⁹ Tal posição se coaduna com a prévia conclusão de que as universalidades de direito estão vinculadas a certo fim, a justificar a sua unificação e reconhecimento enquanto centro de imputação subjetiva.

Ainda assim, a não imputação de personificação ao colegiado de cotistas ou à massa patrimonial não retira o caráter organizacional do fundo de investimentos, que prepondera através do órgão deliberativo de seus cotistas (a Assembleia de Cotistas) e do papel de seus representantes fiduciários (seu Administrador e os demais agentes do fundo),⁴¹⁰ formando centro decisório próprio, apartado de seus titulares.

Não se nega que as prerrogativas da assembleia de cotistas acabem por criar confusão com as assembleias e reuniões de acionistas ou sócios. Como se abordará adiante (subcapítulo 3.2), a assembleia de cotistas – em oposição à assembleia no âmbito de sociedade – não poderá interferir em atos de gestão do fundo, sob pena de infringir as disposições do art. 78, § 3º, da ICVM nº. 555/2014 e as da própria ICVM nº. 558/2015, que regula a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, sempre exercida em caráter exclusivo e profissional.⁴¹¹ Contudo, como anota Saint-Clair Diniz Martins Souto, na prática poderiam os

⁴⁰⁹ “O que caracteriza o regime das pessoas, no campo do direito privado, é a autorização genérica para a prática dos atos jurídicos. Ao personalizar algo ou alguém, a ordem jurídica dispensa-se de especificar quais atos esse algo ou alguém está apto a praticar. Em relação às pessoas, a ordem jurídica apenas delimita o proibido; a pessoa pode fazer tudo, salvo se houver proibição. Já em relação aos sujeitos despersonalizados, não existe autorização genérica para o exercício dos atos jurídicos; eles só podem praticar os atos essenciais para o seu funcionamento e aqueles expressamente definidos. Para as não pessoas, a ordem jurídica não delimita o proibido, mas o permitido. Mesmo que não existe proibição específica, o sujeito despersonalizado não pode praticar ato estranho à sua essencial função” (Fábio Ulhoa Coelho, *Curso de Direito Comercial*, 18.ed., São Paulo: Saraiva, 2014, V. 2, p. 28). Igualmente: “O simples fato de constatar a inexistência de proibição, na ordem jurídica, para o condomínio horizontal exercer o comércio não é suficiente para concluir pela resposta afirmativa à questão, exatamente porque se trata de um sujeito de direito ao qual não foi concedida personalidade, ou seja, não foi dada autorização genérica para a prática de atos jurídicos. [...] Em suma, no campo do direito privado, o sujeito personalizado pode fazer tudo que não está proibido; o despersonalizado, somente o essencial ao cumprimento de sua função ou os atos expressamente autorizados. Esse o traço diferencial entre o regime das pessoas e dos entes despersonalizados (registre-se que o direito público opera com conceitos algo diversos, já que o estado, embora sendo pessoa jurídica, só pode praticar atos para os quais se encontra especificamente autorizado – cf. Mello, 1980:13:14; Meirelles, 1964:78). Feitas tais considerações, cabe conceituar pessoa jurídica como o sujeito de direito inanimado personalizado” (Fábio Ulhoa Coelho, 2014, p. 29).

⁴¹⁰ Assim conclui José Romeu Garcia do Amaral, ao comentar sobre a condição dos debenturistas: “Todavia, a ausência de personificação, como ocorre no Brasil, não retira o caráter organizacional da massa de debenturistas, haja vista que ela continua reunida em torno desse ente não personificado, porém organizado, que se manifesta por meio de seus órgãos de apresentação e deliberação” (*op. cit.*, p. 226).

⁴¹¹ Com a notável exceção dos FIIs, abordada adiante.

cotistas exercer poder de gestão *de facto*, empregando para tanto a soberania da assembleia de cotistas, sem que a ICVM nº. 555/2014 preveja obstáculos relevantes a tal possibilidade.⁴¹²

Veja-se, nesse sentido, que mesmo que defenda a teoria societária dos fundos de investimento, Ricardo de Freitas Santos reconhece a peculiar “tensão de forças de controle” existente nos fundos de investimento, – sendo contraposta a soberania da assembleia de cotistas, perante a impossibilidade de que estes administrem o fundo ou exerçam atos de gestão – o que diferenciaria um fundo das “demais” sociedades.⁴¹³

Como se sustentou acima, todavia, no que concerne a um fundo os cotistas não teriam, por padrão, a prerrogativa de impulsionar os negócios sociais, como ocorre em uma sociedade. Caso, ademais, interfiram nas prerrogativas de gestão do administrador ou gestor, na direção do que se defende a seguir, poderão dar causa à isenção de responsabilidade deste ou à sua renúncia. Ademais e como já suscitado, na hipótese de os cotistas empregarem seus poderes deliberatórios para dirigir as atividades do fundo, este se requalificará concretamente como uma sociedade,⁴¹⁴ então justificando que se atraiam todas as disposições aplicáveis ao instituto, como sustenta a teoria societária.

Há, ademais, questão diversa que distancia os fundos de investimento das sociedades. Diferentemente destas, os fundos não constroem importantes elementos intrínsecos à *empresarialidade*, que dão conteúdo e vida às sociedades⁴¹⁵ (empresárias – mas apresentando

⁴¹² “Portanto, ao contrário do que se passa com as sociedades anônimas em geral, à assembleia geral dos fundos de investimento não compete a eleição de nenhum membro de sua administração. Poder-se-ia argumentar, é verdade, que por intermédio da assembleia geral, os cotistas podem substituir o administrador, o gestor ou o custodiante do fundo e alterar o seu regulamento e a sua política de investimento, decisões essas que, à evidência, importam, sim, na gestão do fundo. Ao menos na teoria, e isso é mérito dela, a ICVM 555/2014 não cria maiores empecilhos para essas deliberações. Isso porque, além do administrador, do gestor e do custodiante, a assembleia geral pode ser convocada por cotistas ou grupo de cotistas que detenham no mínimo 5% do total das cotas emitidas, sendo, então, instalada com a presença de qualquer número de cotistas. Nos fundos de investimento, isso é importante, não há distinção das cotas em classes com ou sem direito a voto. Todas as cotas, sem exceção, dão ao seu titular o direito ao voto” (*op. cit.*, p. 99).

⁴¹³ Ricardo de Freitas Santos, 2006, p. 222.

⁴¹⁴ Observe-se, nessa toada, o procedimento de qualificação exposto no capítulo 1 *supra*, que envolve, nas palavras de Pietro Perlingieri, a conjugação dos efeitos essenciais agregados pelas partes com o interesse concreto exercido pelas mesmas, a configurar etapa final qualificatória.

⁴¹⁵ “E certamente que a *essência da empresarialidade* se encontra no efetivo exercício profissional de uma atividade econômica organizada para a produção de bens e serviços destinados ao mercado, e da qual se dessaume a correlata existência do agente, o empresário, e dos instrumentos de que se serve, os bens agrupados, ou seja, o estabelecimento. Daí que o Direito (e se quiser o jurista) vê na empresa o *empresário*, para o fim de torná-lo o centro de imputação, como sujeito; e *estabelecimento*, como complexo de bens organizados que o empresário utiliza, e como tal objeto de negócios jurídicos autônomos, e a *atividade econômica organizada* de produção de bens e serviços para o mercado (que se expressa por meio de uma série de atos ordenados em relação a um fim a atingir), com a finalidade de estabelecer um regime jurídico

também alguns de seus elementos nas sociedades civis, assim como em associações e fundações).⁴¹⁶⁻⁴¹⁷ Notadamente, as sociedades, associações e fundações reúnem uma série de esforços internos, fruto do empenho de seus sócios, associados, colaboradores e funcionários, que se confundem com a própria abstração da pessoa jurídica, conferindo-lhe certa identidade própria. A soma destes esforços de cooperação gera arranjo único, com frequência padronizando os produtos ou serviços oferecidos pela sociedade, conferindo-lhe mais-valia decorrente de sua própria estrutura:⁴¹⁸ elemento usualmente chamado de aviamento.⁴¹⁹ Outros aspectos assim considerados são o fundo de comércio,⁴²⁰ o *goodwill* ou reputação,⁴²¹ e a

específico. E através desta, da atividade, identifica o empresário não só para atribuir-lhe responsabilidades como para dar-lhe proteção” (Waldírio Bugarelli, *A Teoria Jurídica da Empresa (Análise jurídica da empresarialidade)*, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985. p. 154).

⁴¹⁶ “Situações há, contudo, em que a associação sem fins lucrativos, uma entidade filantrópica por exemplo, é ofendida em seu renome. Atinge-se sua credibilidade, chamada de honra objetiva sem que, neste caso, se pudesse afirmar que o dano fosse mensurável economicamente, considerando-se sua atividade exclusivamente inspirada na filantropia” (Gustavo Tepedino, *Crise de Fontes Normativas e técnica legislativa na parte geral do Código Civil de 2002* in Gustavo Tepedino (coord.), *A Parte Geral do Novo Código Civil – Estudos na Perspectiva Civil-Constitucional*, 2.ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. XXX. No mesmo sentido, ver Caio Mário da Silva Pereira, *Instituições de Direito Civil: Introdução ao Direito Civil ...*, p. 291). Ver, ainda, a disposição do art. 1.155, parágrafo único, do Código Civil: “Equipara-se ao nome empresarial, para os efeitos da proteção da lei, a denominação das sociedades simples, associações e fundações”.

⁴¹⁷ Como aponta Emanuelle Urbano Maffioletti, mesmo as cooperativas, tipo que se pressupõe não empresário (art. 982, parágrafo único, do Código Civil), apresentam empresarialidade própria, dada sua dinâmica: “Portanto, demonstra-se a atividade empresarial desenvolvida pela empresa cooperativa na realidade, independentemente da qualificação jurídica recebida. E, como tal, que essa empresa tem participação no mercado e é comprometida com terceiros, estando sujeita ao risco das oscilações do mercado, às crises financeiras e econômicas. [...] Vale ressaltar que essa dimensão social não é incompatível com o regime de empresarialidade da sociedade. Ao contrário, como visto, requer uma gestão profissionalizada e que disponham de estrutura com instrumentos técnicos, de pessoal especializado e adequados recursos financeiros, que adotem eficientes critérios de gestão. Como os serviços e produtos prestados entidade não lucrativas não se diferenciam do plano mercadológico de serviços e produtos de empresas com fim de lucro, estas devem se preocupar com a gestão administrativa e financeira os recursos que recebem para ter condições de competir com as demais empresas” (Waldírio Bugarelli, 1985, p. 178-179).

⁴¹⁸ “Dentro da firma, são eliminadas as negociações individuais entre os vários fatores de produção cooperativos, e uma transação de mercado é substituída por uma decisão administrativa. A reorganização da produção ocorre, portanto, sem a necessidade de negociação entre os proprietários dos fatores de produção” (Ronald H. Coase, *A Firma, o Mercado e o Direito*, 2.ed., tradução de Heloísa Gonçalves Barbosa, São Paulo: Forense, 2017. p. 115-116).

⁴¹⁹ “O aviamento é, portanto, o resultado de um conjunto de variados fatores pessoais, materiais e imateriais, que conferem a dado estabelecimento in concreto a aptidão de produzir lucros” (Oscar Barreto Filho, *Teoria do Estabelecimento Comercial*, p. 169). Interessante e não totalmente incompatível também é o conceito empregado por Waldemar Ferreira (*Tratado de Direito Comercial*. v. 7. São Paulo: Saraiva, 1962, p. 223-224): “o aviamento é o valor, ou, se se preferir, o supervalor, suscetível de redução a cifras monetárias, quando se cuidar da venda ou da transferência do estabelecimento”.

⁴²⁰ “Le droit sur le fonds de commerce est comme toutes les propriétés incorporelles un droit à la clientèle qui est assuré par certains éléments d'exploitation. La clientèle n'est pas, comme on le dit, un élément du fonds,

identidade empresarial (esta, representada por aspectos semiológicos, como o nome empresarial, a marca etc.); todos elementos que compõem o estabelecimento comercial, formado pela conjugação de esforços ou recursos dos sócios.⁴²² A tutela dos sinais distintivos e dos ativos reputacionais sequer é exclusivo às sociedades, já sendo reconhecida também às pessoas jurídicas sem fins lucrativos, como as fundações e associações.⁴²³

Os fundos de investimento, contudo, não apresentam tais elementos. E a razão é simples: o trabalho de seu administrador, gestor e demais prestadores de serviço do fundo usualmente não passam a ser atribuídos ao próprio fundo, não se agregam à sua identidade. Como se observa no mercado (e por possível impedimento da ICVM nº. 555/2014, que prevê que as atividades necessárias à condução do fundo de investimento são fornecidas no formato de prestação de serviços), os fundos de investimento não contratam as pessoas físicas que em última instância são responsáveis por suas tarefas, as quais seguem vinculadas aos seus

c'est le fonds même. Celle clientèle peut être conquise ou retenue par des éléments divers: la situation du local, le nom commercial ou l'enseigne, la qualité du matériel ou des marchandises. Voilà pourquoi suivant les cas c'est l'un ou l'autre de ces éléments qui est l'élément essentiel du fonds" (Marcel Planiol, *Traité Élémentaire de Droit Civil*, 50.ed. Tome Premier. Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1950. p. 1177). Em tradução livre: "O direito ao fundo de comércio é, como todas as propriedades incorpóreas, um direito à clientela que é assegurado por certos elementos de exploração. A clientela não é, como se diz, um elemento do fundo, mas é o próprio fundo. Essa clientela pode ser conquistada ou retida por elementos diversos: o local em que se situa o estabelecimento, o nome comercial ou a marca, a qualidade do material ou das mercadorias. É por isso que, em alguns casos, um ou outro desses elementos é o elemento essencial do fundo". Ressalta-se, porém, o altera de Waldemar Ferreira: "Exatamente por ser elemento incorpóreo de estabelecimento comercial, não se compreende a freguesia sem êle. A nenhum comerciante é lícito vender a 'sua freguesia'. [...] O que, todavia, é indissociável, é que existe o direito à freguesia, como tem sido apregoado pela doutrina, estabelecido pela lei e decidido pela jurisprudência. [...] Sendo, em tais termos, elemento do estabelecimento; tendo o comerciante direito a ela, direito real, a despeito de sua imaterialidade, ela é suscetível de transferência. Transmite-se com o estabelecimento, de que faz parte. Com êle, vende-se a freguesia, abstratamente considerada; mas não se vendem os fregueses. Êstes são livres e podem deixar de negociar com o estabelecimento" (Waldemar Ferreira, 1962, p. 235- 237).

⁴²¹ "Sem a *reputação*, a situação mais bem conquistada no mercado não se manterá. A reputação faz a marca. A marca assegura a clientela. De modo que a clientela segue a reputação e a marca. Os fregueses, orientados pela reputação, vêm na marca o indício e a firmeza da excelência das mercadorias" (Rui Barbosa, *Obras Completas de Rui Barbosa: as cessões de clientela e a interdição de concorrência nas alienações de estabelecimentos comerciais e industriais*, Rio de Janeiro: Ministério da Educação e Saúde, 1948. V. XL, Tomo I, p. 59).

⁴²² "O estabelecimento é um complexo organizado de bens diversos, que se encontram na disponibilidade jurídica do sujeito sob os mais variados títulos. É precisamente a organização, cujo resultado econômico se exprime pelo aviamento, que imprime ao estabelecimento sua unidade e seu característico modo de ser. No entanto, essa unidade decorre principalmente da vontade do empresário, de maneira que cada um dos bens não perde sua individualidade, e continua submetido à própria lei de circulação" (Oscar Barreto Filho, *Teoria...*, p. 187).

⁴²³ Ver nota de rodapé nº. 416 acima.

respectivos prestadores de serviço – e que, com frequência, atendem diversos fundos ao mesmo tempo.

O *goodwill* formado pela boa gestão dos ativos que compõem o fundo é amealhado por seu gestor ou administrador,⁴²⁴ e não pelo fundo em si, que não passa de mero veículo. Não à toa, o art. 5º, parágrafo único, da ICVM nº. 555/2014 (em conjunto com a Seção VI de seu Capítulo IX) limita os termos que podem ser empregados para a sua identificação, os quais devem ser descritivos e precisos, seguindo rígidas regras de *disclosure*, que fazem necessária referência à tipologia e às classificações aplicáveis ao fundo de investimento.

Estes requisitos não são tão distantes do nome empresarial próprio às sociedades, com a diferença que aos fundos não é autorizado o efetivo emprego de nome fantasia (nome de estabelecimento) ou de marcas de produto ou serviço,⁴²⁵ ainda que se permita um mínimo elemento fantasioso e de diferenciação. Tal nome é utilizado para efetivamente identificar os fundos no mercado. E assim se dá não apenas para que o investidor não seja induzido a erro, mas também perante o fato de os fundos não desenvolverem semiologia própria, sendo em sua operação comercial empregados, na prática, os elementos semiológicos de seu gestor. Este aspecto os diferencia em muito das sociedades.

Com relação à sociedade, são estes elementos que simulam vida e identidade próprias, como se de fato fosse pessoa, resumindo a sua apresentação ao mercado e invocando a lembrança da população. Este ângulo é de particular interesse à propriedade industrial, que garante a preservação dos valores reputacionais desenvolvidos pela pessoa jurídica entre seus clientes e fornecedores, efetivamente garantindo a proteção de sua *personalidade econômica*

⁴²⁴ “A reputação dos gestores pode propiciar o sucesso de um fundo. Em se tratando de gestores com notória especialidade e experiências de sucesso, a tendência é que haja um maior número de investidores interessados em subscrever as cotas do fundo de investimento por ele gerido” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 108).

⁴²⁵ “Distinguem-se, nitidamente, a firma ou denominação comercial e o título do estabelecimento: este singulariza o próprio negócio, a casa comercial, e aquela, a pessoa responsável pelas transações mercantis. Exara-se a firma ou denominação nos atos relativos ao comércio, em todo e qualquer documento que represente obrigação. Lança-se o título do estabelecimento nos papéis de correspondência e, de modo geral, nos lugares em que se intente fazer a propaganda do negócio. [...] A marca de fábrica ou de comércio proclama a origem do produto, tornando-o distinto de quaisquer similares. A firma ou denominação caracteriza a pessoa que exerce o comércio. O título do estabelecimento e a marca de fábrica ou de comércio se dirigem à freguesia, de preferência, enquanto a firma ou denominação comercial se endereça a quem quer que contrate com ela, devedor lhe seja, ou credor, tenha, enfim, a ver com os atos mercantis nos quais o comerciante, titular dela, for parte. É sob a firma ou denominação comercial que o negociante vai ou é chamado a juízo, para ser responsabilizado ou para responsabilizar terceiro; debaixo dela é que se contraem direitos e obrigações, nunca sob o título do estabelecimento ou marca de indústria ou comércio” (Justino Vasconcelos, *Das Firmas e Denominações Comerciais*, Rio de Janeiro: Editora Revista Forense, 1957. p. 23-24).

no mercado.⁴²⁶ Nada mais distante dos fundos que, como entidades de investimento oferecidos aos potenciais participantes mediante o emprego dos símbolos distintivos e do renome de seu administrador e gestor, sequer podem propriamente exercer estes direitos identitários.

Assim, inclusive, se justifica a não aplicação do art. 52 do Código Civil (“aplica-se às pessoas jurídicas, no que couber, a proteção dos direitos da personalidade”) ao fundo de investimentos: não apenas por não ser pessoa jurídica, mas por não carregar elementos analogicamente equiparáveis à personalidade humana (notadamente, à dita honra objetiva).⁴²⁷ E, precisamente por não possuírem “honra objetiva” (melhor dizendo, identidade com similitude econômica à tal honra), não são personalizados: falta-lhes distintividade própria, não figuram como entes com suficiente dinamicidade externa, revelada aos olhos de terceiros.

Como já se apontou, é possível que, no caso concreto, certo fundo apresente tais aspectos. Nesta hipótese, insista-se, se vislumbrará mais um motivo para que seja, concreta e excepcionalmente, qualificado em termos contratuais como uma sociedade. Da mesma forma, antes que se argumente que nem toda a sociedade apresenta tais elementos, deve se ressaltar

⁴²⁶ “Considerada em sua tríplice aplicação exposta no art. 123 do Código da Propriedade Industrial, marca é o sinal distintivo visualmente perceptível usado para distinguir produto ou serviço de outro idêntico, semelhante ou afim, de origem diversa, bem como para atestar a conformidade de um produto ou serviço com determinadas normas ou especificação técnicas e, ainda, para identificar produtos ou serviços provindos de membros de determinada entidade [...] Do ponto de vista do estabelecimento e identificando sua natureza jurídica, a marca pode ser conceituada como um direito de propriedade incorpóreo, integrante do estabelecimento, que tem como funções distinguir produtos e serviços e, em alguns casos, identificar sua origem e atestar o atendimento desses quanto a certas normas e especificações técnicas. A noção essencial de marca, portanto, é, em resumo, tratar-se de um sinal visualmente perceptível, tendo como função principal seu papel distinguidor” (Ricardo Negrão, 2010, p. 166-167).

⁴²⁷ Nesse sentido, note-se que a jurisprudência admite a imputação de indenização por danos morais à pessoa jurídica, como decorrência de sua honra objetiva, consoante o Enunciado nº. 227 da Súmula da Jurisprudência Dominante do STJ, em interpretação do art. 52 do Código Civil. Concorde-se, porém, com a ressalva feita por Gustavo Tepedino, que inadmita a existência de dano moral sofrido por pessoa jurídica (ao revés, sendo qualquer dano à sua honra objetiva, – noutras palavras, à sua imagem – um dano material, que não prescindirá da comprovação específica etc.). Nesse sentido, ver Gustavo Tepedino, *A Tutela da Personalidade no Ordenamento Civil-constitucional Brasileiro* in *Temas de Direito Civil*, 4.ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 50-62. Ainda, veja-se a necessária ressalva de Gisela Sampaio da Cruz Guedes: “A pessoa jurídica, tal qual a pessoa física, é dotada de personalidade jurídica, o que lhe possibilita ser sujeito de direitos e obrigações. Contudo sua personalidade jurídica, que é apenas instrumental, não pode ser confundida com a personalidade em si, atributo apenas do ser humano, tutelada por meio de diversos direitos – os direitos da personalidade. A dificuldade no reconhecimento do dano moral à pessoa jurídica prende-se ao fato de a honra e a imagem serem valores eminentemente existenciais, ligados, portanto, apenas à pessoa humana. Tentativas de estender às pessoas jurídicas proteção à imagem e à honra não passam de meras abstrações, ficções jurídicas, assim como o é a própria pessoa jurídica. Não obstante, como já mencionado, alguns autores e boa parte da jurisprudência brasileira entendem que a pessoa jurídica pode sofrer dano moral, em decorrência de lesão à sua honra objetiva, entendida como sua reputação, seu bom nome e sua fama perante a sociedade e o seu meio profissional” (*Lucros Cessantes*: do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 161-162).

que o emprego de sociedades como meros veículos de investimento ou de separação patrimonial, como ocorre com algumas sociedades de propósito específico (“SPEs”), também é excepcional, ao menos com relação à concepção original do instituto. Referida exceção não deverá ditar a regra, a impropriamente enquadrar os fundos na categoria jurídica das sociedades.

Caso tal situação se verifique, porém, os fundos de investimento seguirão despersonalizados, já que a lei não lhes reserva personalidade jurídica. Ainda serão patrimônios separados, mas sem a personalidade jurídica, destinada especificamente às sociedades personificadas. Seriam supletivamente aplicadas, porém, as normas atinentes ao tipo contratual societário (observando-se, especialmente, as normas de caráter *interna corporis*). Nesse sentido, relevantes as anotações a respeito do negócio jurídico indireto (ver subcapítulo 4.3 *infra*), pois, à semelhança deste, as partes empregariam forma legalmente prevista para atingir fim “atípico” (*rectius*, típico ou atípico, desde que distinto do legalmente previsto, ou usualmente buscado, com tal forma típica). Ainda, o emprego dos fundos de investimento para tal finalidade será objeto de análise própria, nos subcapítulos 4.4.1 e 4.4.3 abaixo.

Por fim, poder-se-ia alegar que os fundos de investimento, já que despersonalizados e contando com cotistas (não aparentes), em contraposição ao administrador (que aplica seus recursos e se coloca publicamente como o seu representante), se qualificariam como sociedades em conta de participação. Foi esta a opinião de parte da doutrina e também a estrutura inicialmente adotada por parte dos veículos de investimento que precederam os fundos no mercado brasileiro.⁴²⁸ Contudo, ora se adere à corrente doutrinária que sustenta que as sociedades em conta de participação não são sociedades, resumindo mero arranjo contratual.⁴²⁹ Inexiste, na linha expressa acima, efetiva cooperação (ou sequer identificação

⁴²⁸ Ver notas de rodapé nº. 342 a 344 acima.

⁴²⁹ “Embora tenha o nome de sociedade e esteja incluída no título do Código Civil que trata das sociedades, a chamada sociedade em conta de participação não é uma verdadeira sociedade. Faltam-lhe o patrimônio próprio e a personalização (o próprio Código a considera não personalizada), que são características essenciais das sociedades [...] A conta de participação não apresenta nem mesmo a característica da plurilateralidade que é própria do contrato de sociedade. A relação que se estabelece entre as partes é de natureza bilateral, configurando-se sempre no plano operador-participante. Ainda que sejam vários os participantes, não haverá uma relação entre si, mas tão-somente de cada um destes, ou do conjunto destes, com o operador. [...] A conta de participação apresenta elementos da sociedade – conjugação de recursos para uma exploração comum – mas não reúne os pressupostos necessários à sua classificação como tal. Pode-se, então, afirmar que se trata de um contrato de participação. A finalidade desse contrato é, com efeito, a obtenção de capital de risco para um dado empreendimento, proporcionando-se ao prestador uma participação nos lucros ou prejuízos consequentes” (José Edwaldo Tavares Borba, *Direito Societário*, 12.ed.,

mútua) entre seus “sócios” – a que parte da doutrina reconhece a ausência de *affectio societatis*,⁴³⁰ ou a falta de caráter plurilateral, com a qual se concorda⁴³¹ – e nem mesmo seria a prática empresarial desenvolvida por ambos.⁴³² Ademais, tal tese seria reforçada pelo fato, como sugere Ferri, da comunhão de resultados não decorrer de comunhão de poderes⁴³³ e, como sustentam Grandi e A. J. Pinhal, não há efetivo corpo social, figura jurídica que assuma relações externas.⁴³⁴

Assim, novamente, seria tal tipo contratual imprestável para qualificar os fundos de investimento, vez que não passaria de negócio jurídico que integra a tipologia dos contratos bilaterais, com correspectividade verificada entre as prestações de suas partes.

Ademais, mesmo que se admitisse referida categoria como sendo apta a qualificar os fundos de investimento, deve se ressaltar a incompatibilidade de sua disciplina jurídica com aquela própria aos fundos de investimento, e a do administrador do fundo com a do sócio ostensivo do fundo.

A uma, o administrador jamais terá, ao exemplo do art. 996 do Código Civil, responsabilidade ilimitada sobre as obrigações do fundo de investimentos.

A duas, também inteiramente inaplicável a disposição do art. 995 da mesma lei, que, ainda que encerre previsão afastável em contrato (ou seja, compondo um elemento natural do negócio jurídico), em nada se assemelha aos fundos de investimento abertos, que independem

Rio de Janeiro: Renovar, 2010, p. 107-109). Igualmente: “Forma-se a sociedade em conta de participação por contrato, sendo despida, entretanto, de personalidade jurídica. Não está submetida às formalidades de constituição a que estão subordinadas as sociedades. Não é tecnicamente falando, como temos sustentado, uma sociedade, mas sim um contrato associativo ou de participação. Negamos, pois, a sua natureza de sociedade no sentido técnico do termo, mas isso não autoriza o seu banimento do nosso ordenamento como proclamado por muitos doutrinadores” (Sérgio Campinho, 2015, p. 83). Veja-se, ainda, a longa lista de autores relacionada por José Gabriel Assis de Almeida, 1989, p. 21-30.

⁴³⁰ José Gabriel Assis de Almeida, 1989, p. 27.

⁴³¹ José Gabriel Assis de Almeida, 1989, p. 24.

⁴³² “Na sociedade em conta de participação, uma ou mais pessoas fornecem dinheiro ou bens a um empresário, a fim de que este os aplique em determinadas operações, no interesse comum. Aquele que aparece perante terceiros é chamado sócio ostensivo ou operador e os fornecedores de recursos são chamados sócios ocultos ou participantes. Os recursos fornecidos pelos participantes determinam a abertura de uma conta nos livros do operador, e integram-se no seu ativo. Cabe ao operador aplicar esses recursos nos fins convencionados, o que fará em nome próprio, de tal forma que, perante terceiros, figurará como se fora o único interessado nas respectivas operações” (José Edwaldo Tavares Borba, *Direito Societário*, 12.ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2010, p. 108).

⁴³³ *Apud* José Gabriel Assis de Almeida, 1989, p. 22.

⁴³⁴ *Apud* José Gabriel Assis de Almeida, 1989, p. 22 e 24.

da aquiescência dos demais cotistas para o ingresso de novos investidores; e igualmente se distanciam dos fechados, já que, ressalvadas raras exceções, a admissão de novos cotistas se dá pela aquisição de cotas, e igualmente independe da aquiescência da coletividade de cotistas (ainda mais de sua unanimidade).

A três, ainda frontalmente dissonantes as previsões dos arts. 992 e 993 do Código Civil, que dispensam formalidades na comprovação da constituição da sociedade em conta de participação (nada mais distante da pesada regulação dos fundos de investimento registrados junto à CVM) e que resumem os efeitos do contrato social (*rectius*, neste caso, o regulamento do fundo) apenas aos sócios, o que desporia os fundos de um de seus elementos essenciais, qual seja, a segregação patrimonial, que é oponível *erga omnes*.

Vê-se, então, que as limitadas semelhanças com a sociedade em conta de participação seriam meramente estruturais – e, ainda assim, extremamente parciais –, apresentando apenas o semblante de fundo de investimento, que adota técnicas legais e efeitos essenciais fundamentalmente distintos. Caberá, todavia, comentário específico no item dos fundos de investimento não registrados na CVM, a seguir.

Em breve nota se ressalta, por fim, que a qualificação como sociedade resumiria apenas qualificação contratual, não possuindo densidade suficiente para qualificar o instituto em seus caracteres mais básicos.⁴³⁵ Ou seja, as sociedades poderiam ser qualificadas de forma mais geral como pessoas jurídicas (resultado da combinação entre a segregação patrimonial e a técnica da personificação). Apenas em nível contratual, seriam qualificadas como sociedades – em contraposição a outras pessoas jurídicas, como as fundações e associações – e, em concreto, sendo identificadas dentro da tipologia das sociedades personificadas, a se pôr como sociedades com ou sem forma mercantil e, então, figurando como limitadas, anônimas etc.

Como último ponto no confronto entre a hipótese proposta e a da teoria societária dos fundos de investimento, é feita brevíssima menção ao debate em torno da natureza jurídica da Empresa Individual de Responsabilidade Limitada (EIRELI, prevista no art. 980-A do Código Civil) e no que se diferenciaria com relação ao fundo de investimentos exclusivo, de cotista único. A doutrina ora se divide, sustentando teses no sentido da qualificação da EIRELI que

⁴³⁵ Remeta-se ao capítulo 1, acima.

variam da sociedade unilateral, ao patrimônio separado, à pessoa jurídica.⁴³⁶ Alfredo de Assis Gonçalves Neto reconhece que não pode se tratar de patrimônio separado, uma vez que há a atribuição de personalidade jurídica à EIRELI, que passa a figurar como pessoa jurídica, portanto titularizando bens em nome próprio,⁴³⁷ – no sentido do exposto no subcapítulo 2.1 acima, o patrimônio separado pressupõe a manutenção da titularidade originária dos bens (e, na pessoa jurídica, há primeiro a segregação patrimonial e posteriormente a formulação da ficção jurídica da personificação), ao que se concorda com tal assertiva.

Todavia, o mesmo autor sustenta ser indiferente qualificar a EIRELI como tipo *sui generis* ou sociedade unipessoal. José Tadeu Neves Xavier, por outro lado, demonstra discordância com a tese propugnada pelo autor supracitado, por Sergio Campinho e por Fábio Ulhoa Coelho,⁴³⁸ assinalando que, para além de inserção topológica, em certa seção do Código Civil (a qual indicaria não se tratar de sociedade), que inexistente ato volitivo entre sócios, necessário para contratualmente a qualificar neste tipo.⁴³⁹

⁴³⁶ “Assim, não obstante alguns ainda tratem a Eireli erroneamente como sociedade unipessoal, deve ser ressaltado que caso o legislador tivesse a intenção de tratá-la como pessoa natural, certamente sua inclusão deveria ter ocorrido no Título I do Código (Do Empresário), bem como também a afastou da inserção ao espaço relativo às sociedades (Título II), criando um novo título específico (Título I-A). Desta forma, pode-se, seguramente, afirmar que a Eireli não é sociedade unipessoal tampouco qualquer outro tipo de sociedade. Dessa forma, não se tratando de sociedade, não há falar na figura do sócio, e não havendo sócio, mas apenas o empresário instituidor da empresa tampouco será necessário o contrato social, órgãos societários ou fracionamento do capital em quotas, e, portanto necessária somente a vontade do seu instituidor, sequer existindo também deliberações sociais” (Matheus Alves Saffaro e Tarcisio Teixeira, *A EIRELI e suas controvérsias pendentes* in *Revista de Direito Empresarial*, v. 13, jan./fev. 2016, p. 82).

⁴³⁷ “Antes do advento da lei que criou a empresa individual de responsabilidade limitada especulava-se se ela constituiria um *patrimônio de afetação*, isto é, um patrimônio separado, porém integrante do patrimônio de um mesmo sujeito de direito, submetido a um regime jurídico próprio, distinto daquele que incide sobre o restante do patrimônio dessa mesma pessoa. Com a opção do legislador em atribuir personalidade jurídica a essa empresa, não há como enquadrá-la assim. Trata-se de patrimônio que está sujeito a regras distintas das do patrimônio de seu fundador porque transferido à pessoa da empresa por ele constituída. Vale dizer, o tratamento próprio atribuído a esse patrimônio decorre de sua *personificação* como empresa individual de responsabilidade limitada e não de regras peculiares que incidiriam sobre parcela do patrimônio de uma só pessoa, por ela destinada ao exercício de sua própria empresa” (Alfredo de Assis Gonçalves Neto, *A Empresa Individual de Responsabilidade Limitada* in *Revista dos Tribunais*, v. 915, jan. 2012, p. 156).

⁴³⁸ “A EIRELI não pode ser confundida com o empresário individual. Trata-se, como claramente definiu a lei, de uma pessoa jurídica [...] além da subsidiariedade das normas da sociedade limitada, a conclusão mais consistente é a de que ela se classifica como uma espécie de sociedade. O instituto é, portanto, o *nome juris* dado, no Brasil, à sociedade limitada unipessoal” (Fábio Ulhoa Coelho, *Curso de Direito Comercial*, 18.ed. São Paulo: Saraiva, 2014, V. 1, p. 161).

⁴³⁹ “Conforme indicado expressamente na própria legislação reguladora, a empresa individual tem a condição de pessoa jurídica, somando-se às demais espécies de pessoas morais de direito privado já existentes em nosso sistema normativo. Neste aspecto fica bem delimitada a distinção desta em comparação ao tradicional empresário individual, que além de possuir responsabilidade ilimitada em relação às dívidas e encargos econômicos da atividade, não ostenta o status de ente personificado. Até então ainda exercia forte presença no pensamento jurídico tradicional a noção de pessoa jurídica como ente coletivo, formado pela combinação

Igualmente, se concorda com a posição no sentido da inexistência de sociedade, ao que seria a EIRELI fundada por ato unilateral de seu titular: seria, então, a EIRELI uma pessoa jurídica *sui generis*, tal qual a associação ou a fundação.

Observa-se que, nesse sentido, a titularidade única da participação no capital social da EIRELI altera sua qualificação jurídica, justamente pela ambivalente natureza das sociedades, que persistem enquanto contrato, de um lado, e ente jurídico (e ainda pessoa jurídica, no caso das sociedades personificadas) de outro, mantendo a relação estatutária entre sócios. Porém, como já colocado no subcapítulo 2.2, no caso dos fundos de investimento, há apenas vínculo contratual estabelecido entre cotistas e administrador, e não entre cotistas. Assim, por tal razão, no caso dos fundos, a titularidade única não impactaria em sua qualificação.

2.5 Breve comentário a respeito da possibilidade e da qualificação dos fundos de investimento não registrados na CVM: universalidade de fato, negócio fiduciário atípico

de vontade de dois ou mais sujeitos de direito, concepção esta mais arraigada às ideias de entidades associativas (associação e sociedades). Entretanto, o reconhecimento da personificação às fundações já havia, há considerável tempo, desmistificado esta concepção histórica sobre a pessoa moral como necessariamente expressão de entes coletivos. Cabe ressaltar que, seguindo a regra geral contida no art. 45 do CC, aplicável a todas as pessoas jurídicas de direito privado, a existência jurídica da empresa individual tem início com a inscrição de seu ato constitutivo no respectivo registro. Destarte, a personificação passa a lhe atribuir uma série de consequências jurídicas típicas desta condição, em especial conceder-lhe vida jurídica autônoma, integralmente independente da pessoa de seu instituidor. A dicção escolhida pelo legislador ao disciplinar a empresa individual de responsabilidade limitada, no entanto, por diversas vezes, planta a dúvida sobre a possibilidade de esta ser visualizada juridicamente como sociedade, ao referir-se a ela como forma societária. No próprio caput do art. 980-A o texto normativo se vale da expressão ‘capital social’ e, na sequência, no parágrafo primeiro indica que a empresa individual poderá utilizar-se de firma ou denominação ‘social’ na formação do seu nome empresarial, dentre outras passagens que nos induzem a enxergar nesta espécie empresarial um tipo societário. Na doutrina, Sérgio Campinho é enfático ao ver nesta modalidade uma espécie societária, afirmando: ‘pela racionalidade que se possa extrair dos preceitos da Lei 12.441/2011, a Eireli é, em verdade, uma sociedade, mas sociedade unipessoal. Essa unipessoalidade permanente que caracteriza a sua constituição é o seu marco permanente’. Entretanto, em que pese à afirmação de juristas de escol, como Alfredo de Assis Gonçalves Neto, no sentido de que a sociedade unipessoal e a empresa individual de responsabilidade limitada representam facetas de um mesmo fenômeno, não há como deixarmos de reconhecer que estas figuras possuem natureza nitidamente distinta. O posicionamento desta nova modalidade empresarial no contexto do Código Civil (LGL\2002\400) nos leva a entendimento contrário a sua alocação como forma societária. Conforme já salientado, a Lei 12.441/2011, ao criar a empresa individual de responsabilidade limitada, inseriu um novo inciso no art. 44 do CC, que arrola as espécies de pessoas jurídicas de direito privado no ordenamento brasileiro. Assim, ao lado das sociedades foi colocada a indicação das empresas individuais de responsabilidade limitada. Desta forma, se o legislador concebesse esse tipo empresarial como sociedade não haveria a necessidade de inclusão de outro inciso ao art. 44 da Codificação Civil, que já contemplava como ente personificado as sociedades. Neste mesmo sentido, o legislador ao regular esta fórmula criou um tópico específico dentro do texto codificado, o ‘Título I – A’, onde a matéria foi posicionada, a lare, portanto, do ‘Título II’, que cuida do regramento das sociedades, precedendo-o” (José Tadeu Neves Xavier, *Reflexões sobre a Empresa Individual de Responsabilidade Limitada (EIRELI)* in *Revista de Direito Privado*, v. 54, abr./jun. 2013, p. 200-201).

Até o momento, apenas foram abordados os fundos de investimento registrados junto à CVM, hoje adotados em regra pelo mercado. Todavia, desde que a regulamentação expedida pela autarquia foi se densificando, já se questionou a respeito da possibilidade de fundos sem registro junto a esta.⁴⁴⁰ A tal questionamento se seguiu, naturalmente, a dúvida a respeito de quais seriam as normas aplicáveis aos fundos sem registro junto à CVM.

Esta pergunta foi, inclusive, objeto anterior de manifestações da autarquia, como no supracitado Processo CVM nº. RJ 2005/2345, no bojo do qual indicou seu entendimento no sentido de que tais fundos seriam possíveis, mas não se sujeitariam às suas normativas e se regulariam pelas regras ordinárias do condomínio, dispostas no Código Civil. Não escapa à lógica concluir que, se a CVM não possui ingerência sobre tais fundos, sua opinião a respeito também não lhes afeta – sem prejuízo, claro, das sanções relacionadas à distribuição pública de suas cotas sem autorização da autarquia, fato que as enquadraria como valor mobiliário, inserindo tal oferta pública no escopo de seu poder regulatório e policial, em respeito ao art. 2º, IX, da Lei nº. 6.385/1976.

E, com vênia à opinião do colegiado da CVM à época, tal posição não se compatibilizaria com a sua real natureza jurídica. Primeiro, cumpre distanciá-los dos fundos de investimento registrados na CVM. Ao se enquadrar em suas instruções, um fundo de investimentos passa a atender uma das premissas legais que autorizam sua segregação patrimonial. Como também já exposto, apenas por força de lei há patrimônio separado⁴⁴¹ –

⁴⁴⁰ Nota-se que Ary Oswaldo Mattos Filho (2015, p. 343) se refere especificamente aos fundos de investimento empregando o termo “coletivo”. Tal aposto faz sentido, uma vez que o autor apenas estaria analisando os fundos registrados junto a CVM (ou seja, aqueles voltados à distribuição pública, em tese). Porém, como se consignará, o registro na CVM acaba por proporcionar segurança jurídica aos investidores e aos prestadores de serviços do fundo, uma vez que compreenderiam a segregação patrimonial prevista em tais instruções. Logo, muitos fundos “personalizados”, não veiculados no mercado, e até mesmo exclusivos (de cotista único) são registrados junto à autarquia aplicando-se, na prática, suas regras a muitos fundos “não-coletivos”. No mais, relevantes os apontamentos do jurista: “[N]em todos os fundos de investimento estão sujeitos ao poder nometivo da Comissão de Valores Mobiliários, mas somente aqueles cuja oferta e subscrição de cotas seja feita ao público indistintamente. Ademais, se a subscrição das cotas for feita de maneira privada, tal colocação privada não necessita ser feita com a intervenção de instituição componente do mercado de distribuição de valores mobiliários. [...] [O] comando de lei é imprescindível para criar, modificar ou extinguir direitos, restando saber da legalidade ou não da delegação da lei à Administração Pública para inovar nos direitos e obrigações atribuíveis à lei. Tal ponto [...] é de extrema importância para o Direito dos Valores Mobiliários, na medida em que – tomemos, por exemplo, os fundos de investimento – quase toda a normatização, senão toda, advém de norma administrativa” (Ary Oswaldo Mattos Filho, 2015, p. 379; 386-387).

⁴⁴¹ Ver subcapítulo 2.1 acima.

caso inexistir previsão legal para certa hipótese, a autonomia privada não basta para impor o reconhecimento de massa patrimonial enquanto centro autônomo de imputação objetiva. Novamente, deverá o ordenamento expressamente associar a certa finalidade os efeitos da segregação patrimonial e a suficiente publicidade que deve lhe revestir, para que, em exame pré-concebido de merecimento de tutela, aludida massa patrimonial siga isolada dos interesses que afetam o patrimônio geral de seu(s) titular(es).

Noutras palavras, importa dizer que os fundos de investimento não registrados não se qualificam como patrimônio separado, uma vez que a lei não lhes prescreve os respectivos efeitos. Tal conclusão é corroborada também pela devida falta de publicidade que os acomete, considerando que o registro de fundos junto à CVM é forma de externalização (em conjunto com o registro do regulamento do fundo em Ofício de Registro de Títulos e Documentos), eleita pelo ordenamento para este tipo de veículo.⁴⁴²

À semelhança das conclusões já expostas no subcapítulo 2.3 acima, estes fundos também não se regem pelas regras aplicáveis aos condomínios. Veja-se, a propósito, que inexistir bem *pro indiviso* a ser compartilhado entre seus participantes – a rigor, sequer há indivisibilidade que afete a comunhão, que, se for concretamente verificada, apenas o será por efeito convencional, sem efetividade perante terceiros. A comunhão de recursos que o caracterizaria seria, em princípio, divisível, até porque a finalidade que os “unificaria” não é reconhecida pela lei como fator de segregação e oponibilidade *erga omnes*, resumindo sua força à meramente obrigacional.⁴⁴³

Inclusive, é questionável se, até mesmo, poderiam tais negócios jurídicos ser qualificados como fundos de investimento. Na forma abordada extensamente no subcapítulo 2.1 acima, os fundos, no ordenamento brasileiro, apresentam certa sorte de efeitos essenciais. Por escaparem às normativas da CVM, alguns destes efeitos jamais estariam presentes –

⁴⁴² Até mesmo por força dos art. 221 do Código Civil (“O instrumento particular, feito e assinado, ou somente assinado por quem esteja na livre disposição e administração de seus bens, prova as obrigações convencionais de qualquer valor; mas os seus efeitos, bem como os da cessão, não se operam, a respeito de terceiros, antes de registrado no registro público”).

⁴⁴³ Tal questão se daria por força da taxatividade dos direitos que reais que, todavia, não deverá ser confundida com a tipicidade, e nem sustentada pelos fundamentos equivocados, como alerta Pablo Renteria: “Não obstante tais considerações, que parecem corretas, cumpre reconhecer *de lege lata* que a taxatividade dos direitos reais permanece vigente no direito pátrio, traduzindo princípio de ordem pública. A corroborar tal posição, saliente-se a ausência de normativa sobre a atuação da autonomia privada destinada a evitar a criação indiscriminada de ônus reais socialmente inconvenientes, o que se explica em razão de o legislador não ter considerado outras figuras além daquelas expressamente previstas. Destaca-se, ainda, que a atual lei registral brasileira não admite o registro de direitos reais que não sejam reconhecidos pela lei” (Pablo Renteria, *Penhor e Autonomia Privada*, São Paulo: Atlas, 2016. p. 71)

notadamente, a segregação patrimonial. Outros, porém, resumidos na comunhão de recursos e de fins dos cotistas para a consecução de fim único, e na contratação de terceiro para administrar os bens que compõem esta comunhão (o qual reteria o poder de gestão discricionária), persistiriam. Para que qualquer fundo seja assim nomeado no direito pátrio, deveria, ao menos, apresentar as duas características acima – para que assim compreenda a mínima unidade de efeitos essenciais aos fundos, com apenas a exclusão do efeito que não conseguiriam manifestar por falta de previsão legal (a segregação patrimonial).

Nesse sentido, se indaga qual seria a qualificação dos “fundos” não registrados na CVM. A uma, remetendo-se ao já discutido no subcapítulo 2.1 acima, tais fundos não poderiam ser qualificados como universalidades de direito, uma vez que a lei assim não os delimita: pois, novamente, escapam ao enquadramento nas Instruções da CVM, destinadas apenas aos veículos registrados junto à mesma, inseridos em sua relação pública de fundos. Pelo contrário, tais fundos teriam na autonomia privada a sua exclusiva gênese. Logo, não seriam universalidades de direito, mas tão somente universalidades de fato: um conjunto de recursos reunidos por seus participantes que, conjuntamente, os destinam a determinado fim, sem segregação patrimonial que tutele tal afetação.

Como universalidades de fato, são conjuntos de elementos que apresentam efeitos legais semelhantes aos conferidos a uma biblioteca ou a um rebanho.⁴⁴⁴ Podem ser objeto de negócio jurídico que os compreenda em sua totalidade, mas a sua conjugação é apenas convencional, servindo como baliza de interpretação contratual. A unidade não restará imune perante terceiros, que ainda poderão perseguir bens que componham tal conjunto isoladamente. Por fim, ao fundo, neste caso, faltariam as qualidades requeridas a seu reconhecimento como centro de imputação de direitos e obrigações, sequer figurando como ente despersonalizado: quem assumiria as obrigações e direitos a ele relacionados seriam os cotistas ou o administrador, a depender do que for entabulado no negócio jurídico concreto.

De fato, não é vedado às partes constituir fundo fora do escopo do regulador do mercado de valores mobiliários – remetendo-se à noção de que ao particular é permitido o que a lei não veda.⁴⁴⁵ Dever-se-ão observar, porém, duas importantes limitações legais: (i) ao

⁴⁴⁴ Ver subcapítulo 1 *supra*.

⁴⁴⁵ “A autonomia privada distingue-se da autonomia pública pelo fato de esta ser um poder atribuído ao Estado, ou a seus órgãos, de criar direito nos limites de sua competência, para proteção dos interesses fundamentais da sociedade. Seu objetivo é de natureza pública e seu poder é originário e discricionário. Já na autonomia privada, os interesses são particulares e seu exercício é manifestação de liberdade, derivado e reconhecido pela ordem estatal. Seu instrumento é o negócio jurídico” (Francisco Amaral, 2003, p. 216). No mesmo

responsável pela atividade de gestão de recursos de terceiros no mercado de valores mobiliários, aplicar-se-ão as disposições da ICVM nº. 558/2015, uma vez que a mesma não se restringe ao exercício desta atividade junto aos fundos de investimento registrados, mas se aplica à administração de carteiras de valores mobiliários como um todo⁴⁴⁶⁻⁴⁴⁷; e (ii) qualquer forma de investimento em valores mobiliários oferecida publicamente, segundo o art. 2º, IX, da Lei nº. 6.385/1976, e da ICVM nº. 400/2003, deverá ser submetida ao crivo e à análise dessa autarquia federal.⁴⁴⁸ Logo, a princípio, os fundos de investimento não registrados (se é que poderiam ser assim chamados) se destinariam apenas à distribuição privada, em negócio firmado entre os investidores e o administrador, sem qualquer meio de divulgação pública.⁴⁴⁹

Tratar-se-ia, então, de contrato atípico, que poderia comportar um sem-número de possibilidades pelas partes. Em arranjos desta espécie, existindo pluralidade de cotistas, é possível, no sentido do exposto ao subcapítulo 2.2 *supra*, que se tenha contrato associativo (no qual há divisão mútua de riscos e resultados) e plurilateral (com diferentes obrigações e direitos reservados a cada parte, mas sem nexo de correspectividade) entre os cotistas, a depender da verificação de vínculo contratual entre estes, ou apenas entre estes e o administrador. Todavia, nesta hipótese, a relação contratual será mais provável, pois, como indicado a seguir, o “fundo” necessitará de um arranjo entre cotistas para que seja constituído, vez que inexistirá a força das instruções da CVM para se criar vínculo estatutário entre cotistas – o qual dependeria de termos contratuais. E, novamente e também como tratado no

sentido, ver J. J. Gomes Canotilho, Gilmar Ferreira Mendes, Ingo Wolfgang Sarlet, Lenio Luiz Streck, *Comentários à Constituição do Brasil*, São Paulo: Saraiva/Almedina, 2013, p. 244-245.

⁴⁴⁶ “Na organização interna dos fundos de investimento, as funções do administrador e do gestor são de especial relevância. A CVM considera ambas espécies do gênero administradores de carteiras de valores mobiliários, que podem ser gestores de recursos ou administradores fiduciários [...] A regulamentação visa, em especial, a atividade dos *private banks* e *family offices*, que gerem patrimônios privados de grandes investidores. Nesse nicho, as atividades de gestão e consultoria estão intimamente relacionadas, dada a natureza da prestação” (Norma Jonssen Parente, 2016, p. 389 e 391). Ver também Parente, 2016, p. 388. Note-se, ademais, a abrangência do art. 1º, VI e VIII, da Lei nº. 6.385/1976, que submete tais atividades à autoridade da CVM.

⁴⁴⁷ Existindo também outras funções análogas reguladas pela CVM: por exemplo, a de analista de valores mobiliários, abarcada pela ICVM nº. 483/2010 e Deliberação CVM nº. 633/2010; e de consultor de valores mobiliários, regida pela ICVM nº. 43/1985. A respeito, ver Parente, 2016, p. 392-394.

⁴⁴⁸ “O mercado brasileiro viu milhares de investidores serem prejudicados e terem de arcar com vultosos prejuízos quando tais empreendimentos se mostram incapazes de distribuir os ganhos prometidos. Depois da mudança nas regras, a CVM pôde exigir registro de emissores e de suas distribuições públicas, além demandar padrões mínimos de divulgação de informações, permitindo maior transparência” (Parente, 2016, p. 225).

⁴⁴⁹ Nesse sentido, devem ser destacados os critérios indicados no art. 3º da ICVM nº. 400/2003.

início do subcapítulo 2.2 acima, o contrato compreenderia, simultaneamente, dimensão distinta: natureza bilateral, estabelecida entre o conjunto de cotistas e o administrador e demais prestadores de serviço do fundo, e caracterizada pelos deveres de gestão de seus ativos e por aqueles de natureza assessoria (os ditos “Serviços Qualificados”:⁴⁵⁰ controladoria, escrituração, custódia e distribuição).

Tal contrato poderia ser efetivado mediante diferentes formas, desde que se reúnam recursos para a consecução de fins específicos e que o poder de gestão discricionário permaneça com o administrador. Logo, a sua qualificação contratual dependerá da forma adotada pelas partes. Uma possível forma de implementação destes “fundos” se daria pelo emprego da estrutura típica das sociedades em conta de participação, figurando o administrador como sócio administrador, e os cotistas, como sócios investidores. De fato, este tipo contratual revela vocação para atingir resultado semelhante ao dos fundos: o administrador deterá os poderes para a gestão dos ativos, que serão reunidos na conta da sociedade, e seus resultados serão distribuídos aos investidores.⁴⁵¹ Em tal cenário, contudo, não se tratará propriamente de fundo de investimentos, mas sim de sociedade em conta de participação voltada a investimentos – as regras aplicadas serão as deste tipo societário e não as aplicáveis a fundo de investimentos.

Outro contrato típico que, em tese, poderia ser empregado para se alcançar resultado semelhante seria o mandato. Os bens e valores seguiriam na plena titularidade dos “cotistas”, que firmariam mandato outorgando poderes ao administrador, suficientes para empregar recursos e bens de sua titularidade nas espécies de investimentos e valores mobiliários pretendidos (servindo, inclusive, como mecanismo para limitar a ação do administrador, vez que os poderes poderiam ser outorgados, por exemplo, apenas para a aplicação em títulos de renda fixa; ou mesmo requerendo a aprovação anterior dos cotistas etc.). Por sua vez, os investidores firmariam contrato associativo atípico, voltado para partilhar os custos desta atividade, assim como os eventuais resultados. Nesse sentido, buscariam efeitos essenciais semelhantes aos dos fundos de investimento, ainda que sem contar com diversos mecanismos

⁴⁵⁰ Tal termo é empregado pela ANBIMA, em seu Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais. No presente trabalho, porém, adotar-se-á o termo “deveres assessoriais”.

⁴⁵¹ José Gabriel Assis de Almeida, 1989, p. 198-202.

que conferem segurança jurídica aos investidores e ao mercado.⁴⁵² Evidente, então, que tal estrutura envolve diversos inconvenientes,⁴⁵³ sendo também questionável se existiria, de fato, a comunhão de recursos que caracteriza os fundos de investimento registrados junto à CVM, considerando que estes seguiriam na titularidade individual de cada cotista. Mesmo que exista certa comunhão de esforços, os cotistas poderiam, via de regra, exercer seus poderes de propriedade sobre os próprios bens, alienando-os ou aplicando-os em outras atividades. Assim, há de se notar que o poder discricionário do gestor, para que se caracterize certo arranjo como genuinamente semelhante ao fundo de investimentos, deve ser exclusivo, impedindo que os cotistas exerçam tais prerrogativas sobre os bens. Tal contrato apenas se aproximaria a um fundo de investimento, então, caso compreenda tais limitações – o que, ainda assim, carregaria apenas força obrigacional, carecendo os vínculos de natureza real que, nesse caso, os cotistas manteriam com relação aos próprios bens e direitos. Então, mesmo esta forma contratual não conjugaria os mínimos efeitos essenciais para realmente representar um fundo de investimentos.

Há, porém, contrato atípico que, possivelmente, reuniria tal mínima síntese de efeitos essenciais própria aos fundos de investimento. Seria possível empregar estrutura fiduciária para criar, de fato, o que mais se aproximaria de um “fundo de investimentos não registrado”: em contrato atípico, transferir-se-ia a propriedade plena dos bens e ativos que comporiam o “fundo” ao administrador, que seguiria submetido aos cotistas por vínculo obrigacional. Neste caso, o administrador deterá, propriamente, o poder discricionário e exclusivo de gestão dos ativos que comporiam o fundo, e poderá apenas distribuir os resultados (positivos ou negativos) entre os cotistas. Os recursos seguiriam reunidos, na pessoa do administrador, para a consecução do fim comum. Tal arranjo, todavia, encerrará maior risco tanto aos cotistas, quanto ao administrador. Este poderá “abusar” dos poderes conferidos, empregando os recursos em violação às limitações impostas pelo contrato com os cotistas, restando-lhes somente pretensão para perseguir as perdas e danos que decorram desta conduta. Em sentido contrário, caso resultem prejuízos da atividade de investimento, o administrador deverá arcar

⁴⁵² Ao exemplo dos diversos mecanismos de *compliance*, limitação à concentração de investimentos em certas categorias, *disclosure* de informações aos cotistas (dever de informação), *suitability* etc.

⁴⁵³ Como o vínculo tem natureza puramente obrigacional, perante resultado negativo, o titular do bem ou montante aplicado pelo administrador que responderia por este, precisando exercer eventual direito de regresso perante os demais cotistas, nos termos do contrato associativo atípico que firmassem. Em termos operacionais, não se mostra como uma solução muito prática.

com os mesmos, cobrando-os dos cotistas em regresso, ou retendo os demais bens e direitos do “fundo”.⁴⁵⁴

São tais questões atinentes a todos os negócios fiduciários atípicos no ordenamento brasileiro: todavia, como Milena Donato Oliva observa, podem ser convencionadas formas, como a transmissão de propriedade sob condição resolutiva (arts. 1.359 e 1.360 do Código Civil) e a inclusão de cláusulas de inalienabilidade, impenhorabilidade e incomunicabilidade – válidas, se tutelarem interesses merecedores de tutela – pode auxiliar na formatação de tal negócio fiduciário para além de seus efeitos meramente obrigacionais.⁴⁵⁵ Nesse sentido, poderiam as partes operacionalizar o negócio em cessão fiduciária de direitos creditórios ou de valores mobiliários, transmitidos ao administrador nos estritos termos da propriedade resolutiva.

⁴⁵⁴ Seria forma de exercício do chamado *jus retentionis*, vez que representaria a retenção de coisa alheia por dívida relacionada à coisa, mas que não encerra propriamente corespectividade (vez que o não pagamento de dívidas resultantes da aplicação de outros bens ou direitos em certo investimento não estaria diretamente relacionada aos demais ativos integrantes da comunhão de recursos): “No seu sentido estrito, retenção corresponde ‘à recusa de uma coisa não pertinente ao retentor, e de propriedade de quem a exige’ [...] No contrato bilateral, se o devedor não cumpre e retém a coisa objeto da obrigação principal, alegando a falta de cumprimento da obrigação corespectiva do credor, estamos diante de uma exceção de contrato não cumprido. Se, por qualquer outro motivo, a lei autoriza a parte a reter a coisa que é do outro, há o exercício do direito de retenção” (Ruy Rosado de Aguiar Júnior, *Extinção dos contratos por incumprimento do devedor – Resolução*, 2.ed, Rio de Janeiro: Aide Editora, 2004. p. 765-766), e, também: “1º) detenção de uma coisa alheia originada de uma causa normal ou lícita; 2º) conservação dessa detenção, pois o direito de retenção desaparece se se der a sua perda; 3º) um crédito exigível do retentor em relação de conexidade com a coisa retida; 4º) inexistência de exclusão consensual ou legal do direito de retenção” (Miguel Maria de Serpa Lopes, *Curso de Direito Civil – Fontes das Obrigações: Contratos*, V. III, Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1991. 4.ed. p. 135). Note-se, ainda, que, para certos autores, o “direito de retenção” seria medida de equidade, que dispensaria a expressa previsão legal ou contratual (desde que não seja, porém, vedado expressamente): “[O] direito de retenção é uma garantia concedida no caso de dívidas recíprocas e conexas, mas que supõe, necessariamente, a independência respectiva das duas obrigações, o que não ocorre nos contratos bilaterais, visto que neles a obrigação de uma parte é a causa jurídica da outra; por isso, quem invoca o *direito de retenção* se julga provido de uma garantia de pagamento que o direito lhe assegura como medida de equidade” (Orlando Gomes, 2007, p. 111); e, ainda: “Diversas são as tentativas de fundamentação do direito de retenção. [...] De todas, parece-nos mais aceitável a ideia de equidade, conferindo-se ao credor não só uma garantia como um meio célere e eficaz de recebimento de seu crédito” (Renato Ventura Ribeiro, *Direito de Retenção no Contrato de Empreitada in Doutrinas Essenciais – Obrigações e Contratos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, V. 6. p. 272).

⁴⁵⁵ “Não há limitação apriorística dos escopos a que pode servir o negócio fiduciário, haja vista sua nota característica ser a configuração de uma titularidade à conta de outrem ou para a realização de um fim, o que permite sua utilização para um sem-número de atividades, desde que lícitas e merecedoras de tutela. Muito embora o negócio fiduciário gere efeitos apenas obrigacionais, a possibilidade de se estipular condição resolutiva do domínio, bem como de se ajustarem (ao menos no negócio de índole gratuita) as cláusulas limitativas de inalienabilidade, impenhorabilidade e incomunicabilidade, aumenta significativamente a efetividade do pacto fiduciário, que se torna indene às oscilações financeiras do fiduciário, além de se poder impedir a indesejada alienação do bem por parte deste” (Milena Donato Oliva, *Do Negócio Fiduciário à Fidúcia*, São Paulo: Atlas, 2014. p. 47).

Ao passo em que os negócios fiduciários típicos – como a propriedade fiduciária em garantia, prevista no art. 1.361 do Código Civil, e as suas formas específicas, como a alienação fiduciária de imóveis em garantia, da Lei nº. 9.514/1997, ou a cessão fiduciária de direitos creditórios, do art. 66-B da Lei de Mercado de Capitais – incluem efeitos *erga omnes*, conformando os próprios direitos reais objeto do negócio jurídico mediante a limitação do exercício da propriedade pelo fiduciário ao escopo que o motiva; o mesmo não se verifica com relação aos negócios fiduciários atípicos que, por falta de previsão legal, geram apenas efeitos entre as partes, consequência do princípio da relatividade dos contratos.⁴⁵⁶

Novamente, a qualificação de tais arranjos como fundos de investimento seguiria questionável. A segregação patrimonial é entendida como fundamental ao instituto, de forma que seria impossível realmente ter fundo de investimento sem a obtenção deste efeito, que, hoje, se dá tão somente com a adesão às normativas da CVM. Caso contrário, faz-se possível apenas firmar estruturas atípicas que buscam replicar seus efeitos, que não são verdadeiramente alcançados. Ademais, tais “fundos” se regeriam de acordo com a disciplina legal aplicável ao negócio jurídico típico eleito pelas partes para lhe dar forma. As normas da CVM relativas aos fundos apenas seriam aplicadas na expressa remissão pelas partes, e no que forem compatíveis.

Logo, em conclusão, inexistiria fundo de investimento propriamente dito sem o recurso ao registro perante a CVM, e seria igualmente inviável pressupor que o regime geral do condomínio civil lhes regeria.

⁴⁵⁶ “O conteúdo do acordo de vontades, a *auto-regulação dos próprios interesses pelos contratantes*, é uma realidade emergente da convenção. Mas esta é ainda o contrato mesmo ou, mais exatamente, é um dos seus elementos integradores: o objeto. A eficácia negocial, adverte Scognamiglio, não se identifica com a *existência* do negócio, pois pertence ‘*ad um momento distinto, consequenziale*’, que é o da sua *funcionalidade*. Em outras palavras: os efeitos, como um *posterius*, pressupõem a *existência* da causa e, assim, o contrato, causando-os, deve estar completamente integrado, tendo já o próprio conteúdo, antes de passar a produzi-los. Generalizou-se a afirmação de que o principal efeito do contrato é o *vínculo* ou *força vinculante*. Visto que frequentemente omite-se a distinção entre os *efeitos do contrato* e os *efeitos da obrigação*, convém submeter à análise tal assertiva. É certo que o contrato é coercitivo e não comporta derrogação ou revogação unilateral. Desde Ulpiano, estabeleceu-se que o contrato é lei *entre as partes*. Formulou-o ainda Domat, ao dizer que, nas convenções, ‘*tout ce qui a été convenu tient lieu de loi à ceux que les ont fait*’. O *Code Civil* francês o reproduziu no art. 1.134, segundo o qual ‘*les conventions tiennent lieu de loi à ceux que les ont faites*’. Tratar-se-ia de uma lei *sui generis* que alguns consideram de natureza *privada* e outros reputam de *caráter secundário*” (Darcy Bessone, *Do contrato: teoria geral*, 4.ed., São Paulo: Saraiva, 1997. p. 158-159).

2.6 Origens e similaridades com o *trust* e o poder exclusivo e discricionário de gestão exercido por terceiro como efeito essencial básico dos fundos de investimento

Como última questão atinente à qualificação dos fundos de investimento, cabe breve nota a respeito de seu efeito essencial mais básico, o poder discricionário e exclusivo de gestão exercido por seu administrador (ou gestor) sobre os bens e direitos que o compõem, enquanto patrimônio separado.

Na forma apontada acima,⁴⁵⁷ a gestão de recursos de terceiros pelo administrador compõe aspecto central e inafastável dos fundos de investimento, a justificar sua segregação patrimonial. Toda a sua tipologia, disseminada entre as diversas Instruções da CVM, reflete tal característica, ainda que este poder possa ser conformado por mecanismos impostos pelo regulamento do fundo ou por decisões da Assembleia de Cotistas. Todavia, como se observa no art. 31 do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento,⁴⁵⁸ mesmo tais instâncias de deliberação interna não poderão interferir na gestão exercida pelo administrador ou gestor do fundo.⁴⁵⁹⁻⁴⁶⁰ Assim aponta Ricardo de Santos Freitas:

Os cotistas não participam da administração. Podem exercer direitos políticos ínsitos à sua cota, votando em assembleia temas que estão dentro da competência

⁴⁵⁷ Ver subcapítulos 2.1 e 2.2 acima.

⁴⁵⁸ Disposição sem força vinculante por lei, decorrente de autorregulação do mercado, mas comumente observada: praticamente todos os participantes relevantes (pouco mais de 340, hoje) do mercado de capitais brasileiro são associados à ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais), submetendo-se aos seus códigos de autorregulação. Logo, suas diretrizes formam padrões observados no mercado.

⁴⁵⁹ Nesse sentido, o supracitado art. 31 do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento (grifou-se): “Sem prejuízo das determinações contidas no artigo 28 deste Código, o regulamento pode prever a existência de Conselho Consultivo, Comitê Técnico ou Comitê de Investimentos, no formato definido na regulamentação vigente, pelos quais o cotista pode encaminhar sugestões relativas à aplicação da política de investimento ao gestor, desde que sem interferência na gestão do fundo de investimento”.

⁴⁶⁰ Com a notável exceção dos FIPs (Fundos de Investimentos em Participações) e FIEE (Fundos de Investimento em Empresas Emergentes), os quais, conforme a ICVM nº. 578/2016, podem ou não incluir Comitê de Investimentos, que interfira diretamente na gestão dos ativos (até mesmo avocando poderes de gestão ou submetendo decisões à prévia oitiva). Ainda, o Capítulo XIII (art. 34 e seguintes) do ora vigente Código ABVCAP / ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE classifica tais fundos em três tipos, a partir da existência destes comitês e de sua composição (se são ou não compostos por cotistas, ou apenas por membros de sua administração ou gestão). Esta questão será melhor explicitada ao se discutir a possibilidade de utilizar fundos de investimento como mecanismos de resolução de conflitos de interesse em gestão patrimonial ou societária (*blind trust*), no subcapítulo 4.4.4 abaixo.

deliberativa assemblear. Não há também qualquer órgão administrativo interno. Aos cotistas não se permite eleger um ‘conselho de administração’ para impor diretrizes ao administrador do fundo. Dentro do campo da autonomia privada definida pelo legislador para cada espécie, por certo poderá o regulamento do fundo prever a existência de um ‘conselho’ destinado a se manifestar sobre os mais variados temas, e composto por pessoas físicas ou jurídicas, cotistas ou não. Referido órgão interno, no entanto, terá atribuição meramente consultiva, não podendo jamais ‘impor’ qualquer diretriz ao administrador do fundo, ou ‘determinar’ a orientação dos negócios, tal qual o conselho de administração numa sociedade anônima.⁴⁶¹

Adicionalmente, tão essencial é a preservação do caráter exclusivo deste poder de gestão discricionária, que o art. 84, § 2º, da ICVM nº. 555/2014 expressamente impede que a criação de instâncias de deliberação interna exima o administrador ou gestor da responsabilidade sobre as operações empreendidas pelo fundo. Noutras palavras, guardando os riscos atinentes à má gestão, esta deverá sempre ser mantida sob o controle do administrador ou do gestor.⁴⁶²

Esta característica de exercício exclusivo do poder de gestão é necessidade derivada da própria natureza jurídica dos fundos de investimento. É preciso, como já discutido,⁴⁶³ que a finalidade comum que motiva o fundo seja mantida, de forma a justificar a própria segregação patrimonial, enquanto vínculo que o mantém enquanto universalidade de direito. E, ademais, caso os cotistas (em especial, eventual cotista majoritário, “controlador”) consigam interferir em cada decisão de gestão, o objeto do fundo restará inviabilizado e a efetiva separação da massa patrimonial será posta em dúvida, dando causa à possível confusão patrimonial.⁴⁶⁴

Tal aspecto afetará também o exercício do direito de renúncia do administrador, como adiante ressaltado (subcapítulo 3.1.4 abaixo).

Nota-se que o poder discricionário de gestão tem uma origem também histórica, que pode melhor elucidar sua amplitude. Como apontado pela doutrina, os fundos de investimento tiveram sua origem nas *Investment Companies* norte-americanas, que surgiram como os primeiros efetivos veículos de investimento coletivo, no final do Século XIX e na primeira metade do Século XX.⁴⁶⁵⁻⁴⁶⁶ Tais veículos tornavam-se mais populares, após aprofundada

⁴⁶¹ Ricardo de Santos Freitas, 2006, p. 219.

⁴⁶² Tal questão provoca decorrências discutidas nos subcapítulos 3.1.1 e 3.1.2 abaixo.

⁴⁶³ Ver subcapítulo 2.1 acima.

⁴⁶⁴ Veja-se o subcapítulo 3.3.1 *infra*, para discussão sobre a decorrência da confusão patrimonial dos fundos de investimento.

⁴⁶⁵ “A origem histórica dos fundos de investimento remonta ao mundo da *common law* do século XIX, especialmente à Inglaterra e aos Estados Unidos da América e às figuras do *investment trust* e da *investment*

retração em seguimento à crise de 1929, em muito agravada pela excessiva exposição ao risco com a aquisição de ações e outros investimentos de renda variável – inspirando, assim, a primeira regulação específica do setor.⁴⁶⁷ Sua disseminação e as preocupações com as consequências perniciosas da supracitada crise levaram o legislador norte-americano a implementar a regulamentação do setor, corporificada pelo *Investment Company Act* de 1940.

Contudo, o conceito de companhia adotado pelo *Investment Company Act* era bem amplo,⁴⁶⁸ abarcando tanto as sociedades propriamente ditas, quanto os também ascendentes *Investment Trusts*, que podiam assumir forma despersonalizada.⁴⁶⁹ À medida que tais instrumentos eram replicados no Brasil, todavia, novos percalços eram encontrados. Existia correspondente às companhias norte-americanas, nos moldes das sociedades de investimento

company. Apesar da menção a *trust*, ambos possuíam personalidade jurídica e estariam mais próximos da sociedade de investimento do ordenamento nacional, que acabou não se tornando uma realidade no mercado brasileiro, dadas as vantagens da forma do fundo de investimento, como incentivos fiscais, múltiplas possibilidades de criação dos fundos e falta de personalidade jurídica” (Norma Jonssen Parente, 2016, p. 248-249).

⁴⁶⁶ A respeito da gênese dos fundos de investimento, tratando dos *investment companies*, e *investment trusts* ingleses e norte-americanos: “Somente com o advento do *Companies Act* de 1862 outorgou-se, na Inglaterra, uma disciplina jurídica adequada às sociedades anônimas e aos títulos por elas emitidos, propiciando o aparecimento dos primeiros *investment trusts* britânicos, a *London Financial Association* e a *International Financial Society*, em 1863. [...] Os *investment trusts* tomaram incremento nos Estados Unidos após a guerra de 1914. O primeiro organismo americano desse tipo foi o *New York Stock Trust*, fundado em 1889. No entanto, só em 1921, com a criação do *International Securities Trust of America*, surgiu um verdadeiro *trust* com o único objetivo de gerir uma carteira de valores mobiliários, afastado de toda ideia de especulação ou de controle de produção. Em 1936, segundo o Douglas Report, havia 1.201 sociedades do tipo dos *investment trusts* com o capital global de quatro e meio bilhões de dólares e mais de dois milhões e cem mil associados” (Oscar Barreto Filho, *Regime Jurídico...*, p. 88-91).

⁴⁶⁷ “Ocorre que o crash da Bolsa em 1929, fez com que o mercado novamente se retraísse, especialmente em virtude da composição alavancada das carteiras dos *investment trusts* ou incompetência dos gestores. Como reação à crise e buscando reestabelecer a confiança dos mercados, foram editadas quatro peças legislativas de grande importância: o *Securities Act*, de 1933, o *Securities and Exchange Act*, de 1934, o *Utility Public Holding Company Act*, de 1936, e, em 1940, o *Investment Company Act*. O *Investment Company Act*, talvez o mais importante dos diplomas para os fins do presente capítulo, tem como objetivo principal proteger o pequeno investidor, quase sempre de pouca experiência, além de assegurar um melhor funcionamento das companhias de investimento” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 29).

⁴⁶⁸ Nesse sentido, a Seção 2, (a), (8) da *Investment Company Act* de 1940: “‘Company’ means a corporation, a partnership, an association, a joint-stock company, a trust, a fund, or any organized group of persons whether incorporated or not; or any receiver, trustee in a case under title 11 of the United States Code or similar official or any liquidating agent for any of the foregoing, in his capacity as such”. Em tradução livre: “‘Company’ significa uma corporação, uma sociedade, uma associação, uma sociedade anônima, um *trust*, um fundo, ou qualquer grupo organizado de pessoas, incorporado ou não, ou qualquer recipiente, *trust* em hipótese sob o título 11 do Código dos Estados Unidos ou oficial similar, ou liquidante para quaisquer dos casos supramencionados, em tal capacidade”.

⁴⁶⁹ Esclarece Peter Walter Ashton (1965, p. 12) que a *Investment Company Act* efetivamente substituiu os *trusts* por estruturas personalizadas nos EUA – curiosamente, na exata contramão do que, à época, se deu no Brasil, sendo legalmente liquidadas as sociedades de investimento, em favor de forma despersonalizada.

– que, porém, nunca foram propriamente regulamentadas, até a vedação da supracitada Resolução BACEN nº. 103.⁴⁷⁰ A alternativa adotada – pioneiramente pelo já citado Fundo Crescincó⁴⁷¹ – foi encontrada na constituição de “fundos em condomínio”, que evadiriam também o risco da dupla tributação.⁴⁷²

Tal forma de organização, sem claro precedente no direito brasileiro, reproduzia apenas modelo já adotado na realidade das nações de tradição consuetudinária, como os EUA e a Inglaterra, que o faziam com os *Investment Trusts*.⁴⁷³ O *Trust*, inexistente no ordenamento pátrio, encerra forma de combinação de direitos obrigacionais e reais: combina-se, por disposição das partes, patrimônio separado e propriedade fiduciária, transferido à titularidade de *Trustee* (fiduciário), que administrará tais bens de acordo com os termos estipulados pelo *Settlor* (fiduciante).⁴⁷⁴ Nesse sentido, há forma de flexível composição privada, que comporta a realização de diversos fins, os quais poderão ser reputados adequados sob o filtro do merecimento de tutela.⁴⁷⁵

Ademais, também perante a incorporação de instituto semelhante ao *trust* em ordenamentos de tradição romanística,⁴⁷⁶ há esforço internacional para encontrar alguma harmonia entre suas diferentes manifestações. Assim se põe a Convenção da Haia sobre a Lei Aplicável ao Trust e a seu Reconhecimento, que, em seu art. 2º, traça os parâmetros mínimos

⁴⁷⁰ Ver subcapítulo 2.3 *supra* para discussão em maior detalhe.

⁴⁷¹ Ver subcapítulo 2.3 acima.

⁴⁷² Novamente, permita-se remeter ao subcapítulo 2.3 acima.

⁴⁷³ Até hoje, é comum que os *mutual funds*, termo norte-americano com certa equivalência aos fundos de investimento multimercado, se organizem sob a forma de *trust*.

⁴⁷⁴ “Efetivamente, em razão da constituição do *trust*, o *trustee* torna-se proprietário para determinado fim, mas somente para aquele fim. A constituição do *trust* produz um efeito real, mas esse opera rigorosamente de acordo com as relações obrigacionais do ato que produziu o efeito dispositivo, não sendo possível desvincular a transmissão da propriedade da constituição das obrigações, pois essa transmissão tem um escopo único e explicitamente definido, que não é a incorporação do bem ao patrimônio do *trustee*, mas, sim, a realização de uma destinação em favor de outra pessoa ou do próprio *settlor*. Essa estruturação corresponde a uma afetação da propriedade do *trustee*, implicando limitação dos seus poderes na exata medida em que vincula seu direito subjetivo à finalidade do *trust*, vale dizer, à destinação dos bens ou direitos que constituem o objeto do *trust*. Poder-se-ia dizer, como se diz da propriedade fiduciária do nosso direito, que o *trust* seria o ato pelo qual se criaria uma titularidade restrita, limitada aos fins a que se destina, *sub conditione*” (Melhim Namem Chalhub, *Trust...*, p. 75-76).

⁴⁷⁵ Ver Milena Donato Oliva, *A proteção dos incapazes e a utilidade da incorporação do Trust pelo Direito Brasileiro*, in *Revista dos Tribunais*, v. 938, dez. 2013, p. 59-76.

⁴⁷⁶ Nesse sentido, vejam-se os apontamentos de Milena Donato Oliva a respeito da incorporação de institutos próximos ao *trust* nos ordenamentos francês e argentino (*Negócio Fiduciário*, p. 68-72).

para o reconhecimento de um *trust*,⁴⁷⁷ explicitando a existência de patrimônio de titularidade do *trustee*, mas que segue separado com relação aos seus outros bens – restando imune aos efeitos ordinários de sua insolvência, falecimento ou dissolução, e do divórcio de titulares.⁴⁷⁸ A titularidade do fiduciário, neste caso, seria meramente “formal”, uma vez que os bens integrariam seu patrimônio – ao que este exerce os plenos poderes da propriedade –, mas seguiriam apartados e imunes a seus credores particulares, limitando-se ainda os poderes do fiduciário aos termos de constituição do *trust*.

Inclusive, a doutrina nota que a dificuldade de incorporação do *trust* ao ordenamento pátrio supostamente se deveria, precisamente, à inexistência de paralelo em nosso direito ao desdobramento da propriedade em substancial ou equitativa (derivada da *equity law*) e formal ou legal (a seu turno, da *common law*).⁴⁷⁹ Na realidade dos ordenamentos consuetudinários, aquela seria retida pelo beneficiário do *trust* – a parte em benefício da qual o *trust* é administrado (e que pode coincidir com o *settlor*, o constituidor ou o fiduciante) –, e esta permanece com o *trustee* (o fiduciário), que possui o título legal à propriedade, agindo como se pleno proprietário fosse.⁴⁸⁰

Apesar destas dificuldades teóricas, foram incorporados ao direito brasileiro dispositivos com efeito análogo, assumindo feição semelhante à adotada pelo direito

⁴⁷⁷ De acordo com a tradução lusófona adotada pelo HCCH (Conferência da Haia em Direito Internacional Privado), ressaltando-se a existência de certas imprecisões em seu texto, quando vertidas aos respectivos termos no ordenamento brasileiro (como a tradução de *trustee* para “curador”): “Para os propósitos desta Convenção, o termo *trust* se refere a relações jurídicas criadas – *inter vivos* ou após a morte – por alguém, o outorgante, quando os bens forem colocados sob controle de um curador para o benefício de um beneficiário ou para alguma finalidade específica. O *trust* possui as seguintes características: a) os bens constituem um fundo separado e não são parte do patrimônio do curador; b) títulos relativos aos bens do *trust* ficam em nome do curador ou em nome de alguma outra pessoa em benefício do curador; c) o curador tem poderes e deveres, em respeito aos quais ele deve gerenciar, empregar ou dispor de bens em consonância com os termos do *trust* e os deveres especiais impostos a ele pela lei. A reserva, pelo outorgante, de alguns direitos e poderes, e o fato de que o curador deve possuir seus próprios direitos como beneficiário, não são necessariamente inconsistentes com a existência do crédito”.

⁴⁷⁸ Milena Donato Oliva, 2009, p. 28-35; 55-58.

⁴⁷⁹ Arnaldo Wald, *Algumas considerações...*, p. 114-115.

⁴⁸⁰ “A posição do fiduciário (*trustee*) encarava-se, diferentemente nas duas jurisdições. Para os tribunais comuns, era ele o único e verdadeiro proprietário dos bens, enquanto para a Corte da Chancelaria, não passava de simples intermediário, ou, quando muito, proprietário provisório. Tinha este um direito legal (*legal right*) e o beneficiário, a quem deveria entregar os bens, um direito de equidade (*equitable right*), e, como prevalecia a equidade em conflito com a lei, o direito do beneficiário assegurava-se pelo recurso à Corte da Chancelaria. Por força dessa duplicidade, admitiu-se o desdobramento do direito, ficando o título da propriedade (*legal title*) com o fiduciário (*trustee*) e o domínio útil (*beneficial use*), com o beneficiário. Posteriormente, pelo Statute of Uses, conferiu-se título legal ao beneficiário, subsistindo, entretanto, o conflito entre os tribunais em relação ao *trust* especial” (Arnaldo Wald, 1990, p. 109).

romano.⁴⁸¹ Assim foi feito com a propriedade fiduciária (art. 1.361 do Código Civil), na qual a propriedade é transferida, mas sob título condicional, que conforma o direito de propriedade e a acompanha como um gravame.

Ainda assim, perante tais obstáculos, e antes que a propriedade fiduciária fosse amadurecida no ordenamento nacional, o mercado brasileiro terminou por incorporar estrutura extremamente semelhante, a reboque dos *Investment Funds* norte-americanos. No modelo adotado pelo mercado para os fundos de investimento, os proprietários seguiriam como beneficiários (e proprietários de títulos representativos) de sua comunhão de recursos, e terceiro – fazendo as vezes de *trustee* – efetivamente administraria tais ativos, de acordo com instruções estabelecidas pelas partes.⁴⁸² Inclusive, tal identificação entre fundos e *trust* é observada já por Peter Walter Ashton:

[O] uso da forma societária da em conta de participação não deixa de ser mais um esforço em ADAPTAR, da melhor maneira possível, o instituto jurídico anglo-americano do ‘trust’ ao direito brasileiro. Possivelmente, todas as legislações assim o tentaram fazer: adaptar o ‘trust’ ao seu próprio direito. Participam desta tendência o Brasil, a Argentina, a Colômbia, a Alemanha, a Suíça, a Bélgica e também a França. Assim, juristas que viram surgir em seus países os fundos de investimentos, fascinados com a forma jurídica original, que possibilitou a criação, ou melhor, a invenção do fundo de investimentos, procuraram sempre, consciente ou inconscientemente, encontrar dentro de sua legislação o instituto jurídico que MELHOR SE ADAPTASSE AO ‘TRUST’ anglo-saxônico. Poucos países ou quicá nenhum, conseguiram libertar-se desta influência do ‘trust’, encontrando fórmulas originais. Efetivamente, a construção jurídica que o ‘trust’ oferece à criação de um fundo de investimentos é ideal.⁴⁸³

Por aludida trajetória, os fundos assumiram a primeira vocação do *trust* em solo brasileiro, adotados em bases semelhantes a veículos coletivos de investimento. Natural, para que cumpram tal vocação, que o administrador (ou o gestor) sempre retenha, de forma exclusiva, o poder discricionário de gestão, agindo como se fosse dono dos recursos que o compõem, mas submetido aos deveres fiduciários assumidos perante os cotistas.

Inclusive, a relevância deste poder como efeito essencial a qualquer fundo de investimentos o separa com clareza do condomínio e da sociedade. Em ambos os regimes, tal poder não se coloca como elemento essencial, contudo apenas acidental, sendo moldável e

⁴⁸¹ José Carlos Moreira Alves, *Da alienação fiduciária em garantia*, Rio de Janeiro: Forense, 1979. p. 18.

⁴⁸² “O *trust* é, portanto, em linhas gerais, a transferência da propriedade de bens a um administrador, por um determinado período de tempo, em certas condições, para que o patrimônio seja gerido e reverta em favor de um beneficiário, que pode, inclusive, ser o proprietário original” (Arnoldo Wald, 1990, p. 109).

⁴⁸³ Peter Walter Ashton, 1965, p. 11.

afastável pelo poder de gestão dos próprios sócios e dos condôminos, do qual é mera derivação. Suas decisões, neste contexto, são o foco e tipicamente se sobrepõem às do administrador – com relação a um fundo, ainda que possa se decidir em Assembleia de Cotistas,⁴⁸⁴ tal decisão não poderia ordinária e diretamente gerar interferência na gestão dos ativos do fundo, restando-lhe, perante qualquer ato do administrador ou gestor, alterar aspectos do regulamento ou da política de investimentos, ou decidir por sua substituição.

Ainda, em sentido do já discutido (subcapítulos 2.1 e 2.4 acima), e também como melhor se discutirá (subcapítulo 4.4.1 abaixo), a interferência deste poder de gestão do administrador ou gestor poderá figurar, em suas hipóteses excepcionais,⁴⁸⁵ como aspecto fulcral para a qualificação dos fundos de investimento como sociedades.⁴⁸⁶

Igualmente, aludido poder de gestão diferencia por completo o fundo de investimentos da comunhão de debenturistas: nesta, o agente fiduciário não conserva quaisquer prerrogativas de gestão dos ativos compreendidos (os direitos creditórios e eventual resultado da excussão de garantias), mas tão somente se responsabiliza pelos deveres genéricos de defesa dos direitos dos debenturistas (cobrança extrajudicial e judicial do crédito, acompanhamento de garantias e da situação patrimonial da emissora – sem reter, contudo, poderes para unilateralmente transigir a respeito do crédito, ato que se aproximaria da “gestão” dos direitos creditórios); assim como pelos deveres assessórios, como a escrituração, custódia e controladoria destes bens.⁴⁸⁷

Então, concluídas as presentes considerações a respeito da qualificação dos fundos de investimento, mantém-se a posição de que devem ser os fundos de investimento compreendidos como uma forma de patrimônio separado ou autônomo, como defendem Milena Donato Oliva⁴⁸⁸ e Maria João Romão Carreiro Vaz Tomé⁴⁸⁹ – uma massa patrimonial

⁴⁸⁴ Ver nota de rodapé nº. 412 acima.

⁴⁸⁵ Como explicitado no subcapítulo 4.4.1 abaixo, tal excepcionalidade pode se dar nos FIPs ou FIEEs, justamente os fundos que melhor se adequariam ao conceito de sociedade.

⁴⁸⁶ Ver subcapítulo nº. 2.4 acima, e subcapítulo nº. 4.4.1 abaixo. Ver também notas de rodapé nº. 459 e 460.

⁴⁸⁷ “Há, sim, uma relação orgânica entre o agente e a comunhão dos debenturistas, enquanto entidade coletiva organizada que tem por objetivo proteger os interesses comuns dos titulares do valor mobiliário em estudo. [...] Importante anotar que o agente fiduciário tem o dever legal de cuidar dos interesses da organização dos debenturistas e protege-los, desde a fase que precede a colocação, a partir da data da escritura de emissão, até a extinção do título – e até mesmo após este marco temporal se sobrevier algum fato que demande a atuação do órgão da massa de debenturistas” (José Romeu Garcia do Amaral, 2003, p. 245).

⁴⁸⁸ Ver nota de rodapé nº. 82 *supra*.

despersonalizada, à qual a lei confere *status* de “centro autônomo de imputação objetiva, composto por situações jurídicas subjetivas ativas unificadas idealmente”.⁴⁹⁰ Tal patrimônio separado, por conseguinte, deverá ser constituído para que terceiro exerça os poderes de gestão discricionária dos ativos que lhe compõem, observando as limitações dos atos constitutivos.

Como exposto, a sua qualificação como condomínio seria incorreta, do mesmo modo que seria inapropriado fazê-lo como sociedade (exceto em casos excepcionais, nos quais os caracteres da tipologia societária de fato se manifestarem). Feitas tais colocações, a seguir se discutirão algumas de suas principais decorrências, em especial sob o ponto de vista da disciplina legal à qual os fundos se submetam, a compor sua “fisiologia”: as relações internas das quais se verifiquem consequências a partir desta qualificação.

⁴⁸⁹ Ver nota de rodapé nº 80 acima.

⁴⁹⁰ Milena Donato Oliva, *Patrimônio Separado*, p. 277.

3 DISCIPLINA LEGAL APLICÁVEL AOS FUNDOS DE INVESTIMENTO, DECORRENTE DE SUA QUALIFICAÇÃO

As conclusões tomadas acima apenas teriam validade se, destas, decorrerem consequências práticas. Logo, tais efeitos serão observados sob o prisma da qualificação, evitando-se comentários de teor analítico a respeito das diversas disposições aplicáveis aos fundos, dispostas nas diferentes Instruções da CVM – tarefa que trabalhos anteriores realizaram com maestria.⁴⁹¹

Propor-se-á, pelo contrário, a concisamente se observar os desdobramentos originados a partir da qualificação proposta, e sobre os quais as Instruções se omitam. Efeitos que tenham a sua gênese na própria natureza jurídica dos fundos de investimento, como corolário de Direito Civil, e que se aplicariam, *a priori*, à categoria dos fundos de investimento como um todo.

Serão analisados, então, (i) a função do administrador e dos demais prestadores de serviços do fundo, notadamente sob o prisma da natureza de suas obrigações e de sua eventual responsabilidade perante os cotistas; (ii) a função, posição e interesse dos cotistas e as particularidades das relações entre si; e (iii) breve apreciação da função dos próprios fundos enquanto entes autônomos e as decorrências desta, como seu regime de insolvência e a eventual desconsideração de sua segregação patrimonial.

3.1 Função do administrador, gestor e demais prestadores de serviço do fundo

O primeiro aspecto a ser analisado entre os elementos “fisiológicos” dos fundos de investimento aludirá às relações entre o administrador e os demais prestadores de serviço do fundo, notadamente entre estes e os cotistas.

⁴⁹¹ Permita-se remeter a Ricardo dos Santos Freitas, 2006, Eduardo Cherez Pavia, 2016, Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, e Norma Jonssen Parente, 2016.

Como já ressaltado acima,⁴⁹² é em geral verificado vínculo contratual único no arranjo contratual atinente aos fundos, de teor bilateral,⁴⁹³ de um lado assumido por cada cotista individualmente ou entre todos coletivamente considerados e, de outro, pelos prestadores de serviço do fundo: entre estes se compreendendo a sua figura central, o administrador, e os outros possíveis prestadores – o gestor, o custodiante, o escriturador, o distribuidor, o agente de riscos, o auditor, para apenas citar alguns.

Entre cotistas, *a priori* inexistente contrato, mas apenas relação de caráter estatutário, ao que não se verifica ato volitivo ou vínculo associativo direto que origine relação contratual entre cotistas. Todavia, a condição de cotista representa posição jurídica com efeitos próprios, decorrentes das normas editadas pela CVM, como observa Ary Oswaldo Mattos Filho.⁴⁹⁴ Observam-se, ademais, que os interesses dos cotistas podem, incidentalmente e perante eventual deliberação ou interação entre os mesmos, se pôr em contraposição de interesses em caráter plurilateral, a qual resultaria da partilha de resultados e de riscos entre estes, momentaneamente os aproximando das sociedades e promovendo autêntica confusão com aquele tipo contratual.

Nesse sentido, inicialmente discutir-se-á o vínculo de espécie bilateral.

3.1.1 As duas espécies de prestação de serviços ao fundo: atividades de gestão e de administração fiduciária. Atividades fim e atividades meio do fundo

A relação bilateral estipulada entre cotistas e prestadores de serviços do fundo importa em um complexo de diferentes obrigações e deveres, de natureza completamente distinta, e agrupáveis em dois grupos. Preliminarmente, então, cumpre distinguir as duas espécies de

⁴⁹² Ver subcapítulo 2.2 acima. Como discutido, o sinalagma residiria no pagamento da taxa de administração (entre outras eventuais taxas) pelos cotistas.

⁴⁹³ Ary Oswaldo Mattos Filho, 2015, p. 350.

⁴⁹⁴ “Enquanto investimento coletivo, os fundos estabelecem dois tipos distintos de relacionamento. Um deles, externo ao fundo, é o ordenamento de direitos e deveres entre os cotistas, relação esta ordenada pelas regras legais, tais como as previstas no Código Civil ou na legislação concernente aos valores mobiliários e no regramento administrativo baixado pela CVM. [...] Ou seja, o fundo também manifesta relacionamentos internos, vale dizer, as decisões tomadas nas reuniões de cotistas, que vão desde a aprovação de contas dos gestores do fundo até sua eventual substituição; a discussão da política de investimento até ir a juízo contra aquele que prejudique o legítimo interesse do condomínio” (Ary Oswaldo Mattos Filho, 2015, p. 346).

prestação de serviços ao fundo, as quais podem ser separadas, para fins de análise, em atividades de gestão e atividades de administração fiduciária.⁴⁹⁵

A primeira espécie envolve o emprego do já referido poder de gestão discricionária dos bens e valores de titularidade do fundo de investimentos, expressa pela ICVM nº. 555/2014 por seu art. 78, § 2º, I, e § 3º. Neste dispositivo, a instrução delimita a gestão como a:

Gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos financeiros dela integrantes (...) tendo poderes para: I – negociar e contratar, em nome do fundo de investimento, os ativos financeiros e os intermediários para realizar operações em nome do fundo, bem como firmar, quando for o caso, todo e qualquer contrato ou documento relativo à negociação e contratação dos ativos financeiros e dos referidos intermediários, qualquer que seja a sua natureza, representando o fundo de investimento, para todos os fins de direito, para essa finalidade; e II – exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto do fundo.

A atividade de gestão é, de forma mais concisa e suficiente, definida pelo art. 28 do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento, ao estabelecer que esta “compreende o conjunto de decisões que, executadas com observância dos termos do regulamento, prospecto, ou do formulário, conforme aplicável, determinam a performance do fundo de investimento”.

Não à toa, poderia esta ser resumida como a própria atividade fim do fundo de investimentos, posta em prática para atingir a finalidade pretendida, mediante o exercício dos poderes atinentes à propriedade dos ativos que compõem o patrimônio separado. Como antes apontado, tal qual o *trustee* no *trust*, o administrador ou gestor age como se pleno proprietário fosse, a fim de alcançar o estabelecido pelo regulamento e demais instrumentos do fundo. Novamente, tal gestão deverá sempre tomar como norte a finalidade delimitada ao fundo, sob pena de não respaldar sua segregação patrimonial e cominar graves consequências ao administrador, gestor ou cotistas.⁴⁹⁶

⁴⁹⁵ “As atividades desempenhadas pelo administrador em sentido estrito referem-se muito mais à obrigação de elaboração e guarda de documentação, representação para contratação de prestadores de serviço, fiscalização, manutenção de controles e fornecimento de informações, como se verá a seguir, do que propriamente à gestão de ativos – *expertise* exigida para credenciamento do administrador de carteira perante a CVM” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 113-114).

⁴⁹⁶ Ver subcapítulo 3.3.1 abaixo.

Por outro lado, as chamadas “atividades de administração fiduciária” compreenderiam todas as demais funções relacionadas ao funcionamento do fundo e aos seus ativos: na longa lista do art. 78, § 2º, da ICVM nº. 555/2014, complementada pelas instruções referentes aos fundos estruturados, são estas as atividades de controladoria, escrituração, custódia, distribuição, classificação de risco ou atribuição de *rating*, auditoria, formação de mercado, consultoria, cobrança e liquidação.⁴⁹⁷

Nada obstante a sua suma importância, tais atividades sempre compreenderão ‘atividades meio’ do fundo, exercidas para garantir que seu fim possa ser alcançado, sem persegui-lo diretamente. São funções delimitadas em torno da preservação dos registros, elaboração da contabilidade, adequada divulgação de informações, observação de regras de *compliance*, entre outras, que dão forma à estrutura burocrática dos fundos, responsável por torná-los em veículos altamente padronizados, facilitando a percepção do mercado e a fiscalização pelas autoridades competentes.⁴⁹⁸

A seguir, as duas espécies de obrigações serão separadamente analisadas.

3.1.1.1 Atividades de administração fiduciária e seu caráter firme: obrigações de resultado

As atividades de administração fiduciária são, conforme apontado, essenciais ao bom funcionamento do fundo. Como pressuposto, seu bom cumprimento possibilita a comparação dos diferentes fundos, que, na prática, podem ser reduzidos às informações a respeito de sua rentabilidade e das decisões tomadas por sua gestão, auxiliando a percepção de potenciais investidores, que poderão estudá-los com base apenas em sua finalidade.⁴⁹⁹

Em outras palavras (e em tese), o investidor não precisará considerar investir em um fundo em detrimento de outros, apenas (por exemplo) por aquele seguir regras contábeis de

⁴⁹⁷ São as chamadas pela ANBIMA de “Serviços Qualificados” do mercado de capitais – ver nota de rodapé nº. 450 acima. O Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais especifica no que consistem as principais e mais recorrentes atividades do tipo.

⁴⁹⁸ Norma Jonssen Parente, 2016, p. 390-391.

⁴⁹⁹ “Aliás, é este sistema de divulgação de informações ao mercado que, por ser aplicável, indistintamente, a todos os fundos de investimento, possibilita uma melhor comparação entre a rentabilidade apresentada pelos diversos fundos, tornando mais fácil a avaliação do desempenho da instrução administradora” (Nelson Eizirik, 2015, p. 84).

forma mais satisfatória, uma vez que o mesmo padrão é exigido de todos. O investidor poderá, então, decidir participar de certo fundo considerando o seu *suitability*,⁵⁰⁰ a sua estratégia de investimentos e a rentabilidade passada – assim tornando o mercado mais eficiente.

Assim, o adequado cumprimento destes deveres reduz os *custos de transação* associados ao investimento coletivo, considerando que os participantes podem esperar o respeito à semelhante estrutura legal por todos os veículos oferecidos no mercado. Na esteira do que afirma Paula Forgioni, “as formalidades diminuem os custos de transação, seja por acoplar determinadas garantias ao negócio, seja por espalhar informações relevantes para o tráfico”.⁵⁰¹ Dessa forma, o investidor não precisaria dispendar tempo e recursos buscando verificar a adequação dos documentos contábeis do fundo ou a precificação de seus ativos e cotas. Com tal fim, a CVM exige o cumprimento de diversos deveres, constituindo base confiável (e relativamente custosa) para se atingir aludida expectativa.

Da mesma forma, tais obrigações também seriam motivadas pela redução da *assimetria informacional*,⁵⁰² assegurando que os investidores recebam informações suficientes a respeito de todos os fundos no mercado, a fim de lhes permitir tomar decisões fundamentadas com relação a participar de (ou deixar) certo fundo. Além disso, o acesso às informações é, efetivamente, a única ferramenta de que concretamente dispõe o cotista, em especial aquele que não detém suficiente participação para deliberar em Assembleia de Cotistas.

Igualmente, como os recursos do fundo são aplicados por seu administrador ou gestor, há ainda maior dever de informação com relação aos cotistas, por reflexo da gestão de recursos de terceiros, aos quais o gestor deve prestar contas. Os chamados deveres de

⁵⁰⁰ A adequação de certo fundo, considerando a sua estratégia de investimentos (se mais ou menos agressiva), ao perfil do investidor. Nesse sentido: “O termo *suitability*, cuja tradução literal significa ‘adequabilidade’, ‘apropriado para’, está ganhando cada vez mais notoriedade no mercado de capitais, especialmente em relação aos fundos de investimento. Estes, em razão da vasta gama de produtos e tipos de investimento, oferecem uma grande variedade de opções. O investidor, ao escolher investir em fundos de investimento, poderá optar desde fundos de renda fixa prefixados até fundos que aplicam grande parte de seus recursos em contratos de derivativos” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 96). No mesmo sentido: “A recomendação deve ser adequada (*suitable*, em inglês) ao perfil do investido, sendo tal princípio conhecido por *suitability* ou KYC, *know your customer*. O Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas para Fundos de Investidores erigiu em dever do administrador do fundo de verificar se o distribuidor possui procedimento para verificar a adequação dos investimentos oferecidos” (Norma Jonssen Parente, 2016, p. 256).

⁵⁰¹ Paula A. Forgioni, 2010, p. 135.

⁵⁰² Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 122.

disclosure e *accountability*⁵⁰³ decorrem da própria posição ocupada pelos prestadores de serviços do fundo, perante a sua natureza jurídica de patrimônio separado administrado por terceiros.⁵⁰⁴ - ⁵⁰⁵ Tais informações, que devem ser fornecidas a tempo e modo, são precisamente o meio detido pelos cotistas para avaliar a conformidade da gestão (ver 3.1.1.2, a seguir).⁵⁰⁶ O respeito a este vértice torna os fundos de investimento mais adequados ao investimento coletivo, sendo tal aspecto de importância ao mercado e constituindo obrigação inclusive em fundos exclusivos.⁵⁰⁷

No sentido já destacado, o fornecimento de informações precisas e constantes é também consequência natural usualmente atribuída aos *trusts* e à categoria dos negócios fiduciários (aliás, em qualquer situação atinente à gestão de bens ou recursos de terceiros),⁵⁰⁸

⁵⁰³ “Este trabalho teve como objetivo central verificar se as alterações políticas, sociais e institucionais contribuíram para que a tradução da palavra *accountability* germinasse no solo brasileiro, passados 20 anos da elaboração do artigo seminal de Anna Maria Campos, ‘*Accountability*: quando poderemos traduzi-la para o português?’ e se, assim, o termo já poderia ser traduzido para o português. Buscando o significado da palavra *accountability* em dicionários, justamente para apreender com maior precisão o que o termo significa em inglês e como tem sido traduzido para o português, constatou-se que o significado do conceito envolve responsabilidade (objetiva e subjetiva), controle, transparência, obrigação de prestação de contas, justificativas para as ações que foram ou deixaram de ser empreendidas, premiação e/ou castigo” (José Antonio Gomes de Pinho e Ana Rita Silva Sacramento, *Accountability: já podemos traduzi-la para o português? Revista de Administração Pública*, v. 43, n. 6, nov./dez. 2009, p. 9. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-76122009000600006. Acesso em: 10 fev. 2018).

⁵⁰⁴ “Ressaltamos, dentre as obrigações do administrador, aquelas relacionadas à (i) elaboração e prestação de informações, tanto à CVM e à Anbima quanto aos cotistas e ao mercado como um todo (*disclosure*); (ii) contratação de prestadores de serviço, em nome do fundo, exceto intermediários (corretoras), cuja responsabilidade é do gestor; e (iii) fiscalização dos prestadores de serviço contratados” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 115).

⁵⁰⁵ “Enquanto gestor do fundo, o administrador deve a ele e seus cotistas os deveres fiduciários inerentes aos gestores de patrimônio de terceiro, não podendo praticar ato em conflito com os interesses do fundo e seus cotistas, os quais deverão receber do administrador o mesmo tratamento, aí entendidos a mesma transparência e volume de informações” (Ary Oswaldo Mattos Filho, 2015, p. 351).

⁵⁰⁶ “Um dos deveres mais relevantes do administrador dos fundos de investimentos consiste na adequada prestação de informações, em atenção ao princípio do *disclosure* que norteia o funcionamento do mercado de valores mobiliários, no qual os fundos estão inseridos” (Nelson Eizirik, 2015, p. 83).

⁵⁰⁷ “Ressalte-se que as informações a respeito do fundo dirigem-se não apenas aos seus cotistas, mas também ao mercado como um todo, razão pela qual a obrigatoriedade de divulga-las imediatamente se mantém, mesmo que o fundo tenha um único cotista” (Nelson Eizirik, 2015, p. 84).

⁵⁰⁸ “O *trustee*, embora seja o proprietário dos direitos transmitidos pelo *settlor* em *trust*, deve – assim como o fiduciário em se tratando de negócio fiduciário – gerir o patrimônio destinado em proveito dos beneficiários de acordo com o determinado pelo *settlor*. Afirma-se, neste sentido, que existe relação de natureza fiduciária entre o *trustee* e os *cestuis que trust*, a qual pauta a conduta do *trustee*. Com efeito, na administração do patrimônio afetado, o *trustee* deve empenhar-se com diligência e lealdade, bem como prestar contas de sua gestão aos beneficiários” (Milena Donato Oliva, *Negócio Fiduciário*, p. 56).

uma vez que, igualmente, constituem entes compostos por ativos de titularidade de terceiro, administrados por parte distinta e vinculados a certa finalidade.

O bom cumprimento das atividades de administração fiduciária prestadas ao fundo é, então, essencial para que este ao menos tenha a chance de alcançar seus fins. Podem ser, por sua vez, dividas entre os deveres de preservação dos ativos do fundo (como a custódia de documentos físicos), de fornecimento de informações (por exemplo, divulgação adequada das informações contábeis e de *suitability*), de preservação dos direitos de cotistas (como a manutenção do registro de cotistas) e de captação de recursos pelo fundo.

Nota-se, então, que nenhuma destas atividades possui caráter aleatório – pelo contrário, consistem no cumprimento objetivo de normas pelo administrador, que regem a condução das atividades do fundo de investimento. Os cotistas arcam com a taxa de administração que, em parte, remunera os atos do administrador (e outros eventuais prestadores de serviço do fundo que se voltem às atividades desta espécie) no sentido do perfeito cumprimento de tais normas, para que se atinja o resultado esperado – noutras palavras, há, nesse aspecto, contrato evidentemente comutativo,⁵⁰⁹ no qual as partes assumem prestações contrapostas e com conteúdo e resultado certos. Observa-se que o interesse útil dos cotistas reside somente no resultado da conduta do administrador, que está sob o seu controle.⁵¹⁰

São obrigações de resultado, que, compreendidas dentro de seu regime contratual, admitem álea normal mínima ou nula, sendo previstos pelas partes poucos eventos não-extraordinários que poderiam justificar o seu cumprimento parcial ou defeituoso.^{511- 512} Ou

⁵⁰⁹ “O que os distingue [os contratos comutativos e aleatórios] não é tanto a correspondência das vantagens procuradas, mas a *certeza objetiva* das prestações, obtida no ato de conclusão do negócio jurídico” (Orlando Gomes, *Contratos*, p. 89).

⁵¹⁰ “A prestação, nesses casos, não consiste na mera realização de uma atividade; devido é o resultado útil do próprio agir. Se falta o resultado, por maior que tenha sido o esforço realizado pelo devedor, não existe adimplemento” (Emilio Betti, *Teoria Geral das Obrigações*, 1.ed., Campinas: Bookseller, 2006. p. 60).

⁵¹¹ “A álea normal se caracteriza pela normalidade e previsibilidade do evento que possa vir a ocorrer no curso da relação contratual, em contraposição à extraordinariedade e imprevisibilidade próprias dos eventos que tornam excessivamente onerosa a prestação e propiciam a resolução do contrato” (Paula Greco Bandeira, *Contrato Incompleto*, São Paulo: Editora Atlas, 2015. p. 131). Ressalta-se, ainda, que a noção de “álea” não deve ser confundida com a de “risco”, nas palavras da mesma autora: “Embora na linguagem comum a álea seja identificada como sinônimo de risco, para Aldo Boselli os dois conceitos não se confundem. A álea traduz a ideia de probabilidade de uma vantagem com inerente probabilidade de perda. O risco, por sua vez, exprime o aspecto negativo desta situação de incerteza, ou seja, o perigo de um mal. Como se vê, no conceito de risco não há a probabilidade de uma vantagem, inerente à álea. Cuida-se, portanto, de noções autônomas e distintas” (Paula Greco Bandeira, *Contratos Aleatórios no Direito Brasileiro*, Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 22).

seja, inexistente variação permissível em seu cumprimento: as normas de conduta demandadas pelas normativas da CVM são ou não são atingidas, e o seu descumprimento justificaria o exercício de pretensão indenizatória. Logo, parte das obrigações do administrador (possivelmente delegadas a outros prestadores de serviço do fundo) é de resultado, não podendo ser generalizadas – como faz parte da doutrina –⁵¹³ como obrigações de meio.

Nessa direção, é necessário assinalar a diferença entre as obrigações de meio e de resultado, ainda essenciais para discernir os parâmetros de avaliação da conduta dos diferentes prestadores de serviços do fundo. Assevera Caio Mario da Silva Pereira que “Nas obrigações de *resultado*, a execução considera-se atingida quando o devedor cumpre o objetivo final; nas de *meio*, a inexecução caracteriza-se pelo desvio de certa conduta ou omissão de certas precauções, a que alguém se comprometeu, sem se cogitar do resultado final”.⁵¹⁴ Há entendimento doutrinário no sentido da natureza das obrigações dos prestadores dos fundos ser definida pela existência de caráter aleatório com relação ao resultado da prestação, ao que a diligência humana passaria a ocupar a posição de objeto da própria prestação.⁵¹⁵ Assim coloca Pablo Renteria:

Por essa razão, no que tange à qualificação das obrigações de meios e de resultado, é preciso atentar prioritariamente para as finalidades contratuais e para as expectativas das partes que exsurtem do regulamento contratual. Determinada relação jurídica pode ter por finalidade assegurar a uma das partes a realização de um resultado aleatório, suscitando, desse modo, a legítima expectativa de que a outra parte se comprometera a concretizá-lo, e não apenas a tentar realizá-lo. Nesse caso, a

⁵¹² Ora faz-se referência ao conceito de ‘álea normal’ para fins de compreensão – todavia, ressalta-se que tal conceito não escapa às relevantes críticas da mais recente doutrina (ver Anderson Schreiber, *Equilíbrio Contratual e Dever de Renegociar*, São Paulo: Saraiva, 2018. p. 227 e seguintes).

⁵¹³ Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 135.

⁵¹⁴ Caio Mario da Silva Pereira, *Instituições de Direito Civil: Obrigações*, 24.ed., Rio de Janeiro: Forense, 2011. V. II. p. 47. Ainda, o mesmo autor define que “Como bem distingue a doutrina, na obrigação de resultado a essência da prestação é o bem jurídico almejado, ao passado que na obrigação de meio o devedor se obriga a emvidar esforços para atingir certo objetivo, não se comprometendo, no entanto, a obtê-lo” (Caio Mario da Silva Pereira, 2011, p. 48).

⁵¹⁵ “Assim, percebe-se simultaneamente o critério da distinção: é o caráter aleatório, ou ao contrário, o caráter mais ou menos certo, do resultado querido pelo credor. A obrigação tem por objeto este resultado quando pode presumir que a diligência do devedor irá atingi-lo; no caso contrário, ela tem por objeto a própria diligência. Sem dúvida a diligência humana não pode jamais ter seu sucesso assegurado, e é isso que torna necessário o reconhecimento dos casos de força maior. Mas, é quando a álea é tão considerável que não mais se pode negligenciá-la, mesmo provisoriamente, e estabelecendo uma simples presunção, e que é necessário considerar como objeto da obrigação exclusivamente a diligência do devedor. A diferença entre as duas categorias de obrigações resulta das circunstâncias e não, em princípio, de uma diferença de grau ou de intensidade da obrigação” (André Tunc, *A Distinção entre Obrigações de Resultado e Obrigações de Diligência* in *Doutrinas Essenciais Obrigações e Contratos*, v. 1, jun. 2011. p. 749-750).

obrigação não poderia ser considerada de meios, sob pena de se distorcer completamente a finalidade da relação contratual.⁵¹⁶

3.1.1.2 Atividades de gestão e seu caráter de melhores esforços: obrigações de meio

Por outro lado, as atividades de gestão dos recursos do fundo de investimento – que, como já mencionado, compõem as suas atividades ‘fim’ –, apresentam relevante elemento de risco ou de incerteza em seu escopo,⁵¹⁷ expandindo a abrangência de sua álea normal: a variação nos resultados e nas circunstâncias de seu adimplemento, admitidos dentro do regime contratual normal, será maior.

Apesar do que sustenta Bruno Miragem, sustentando o caráter aleatório de tais atividades,⁵¹⁸ nota-se que o acerto mantém teor comutativo: os cotistas arcam com a taxa de administração também para remunerar os esforços do administrador (ou do gestor) no exercício de seu poder de gestão discricionário.⁵¹⁹ Deve se consignar, portanto, que há

⁵¹⁶ Pablo Rentería, *Obrigações de meios e de resultado: análise crítica*, Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 132. O autor complementa, ainda: “Nas obrigações de resultado, a plena coincidência: o interesse a ser satisfeito com a prestação do devedor corresponde ao interesse (preliminar) do credor, que o levou a se relacionar com o devedor. Tome-se o exemplo do contrato de transporte: o passageiro tem interesse em ser conduzido até determinado local e compra uma passagem de ônibus. Se o transportador leva-lo até o local no tempo ajustado com segurança e conforto, aquele interesse do credor, que fez surgir a relação contratual, será plenamente satisfeito. Neste caso, como se vê, o adimplemento produz resultado útil que realiza o interesse do credor objetivado com a constituição da obrigação. Por sua vez, nas obrigações de meios, não há coincidência entre o interesse (preliminar) que deu origem à relação e o interesse (*in obligatione*) a ser satisfeito com o adimplemento. O credor almeja que o devedor produza certo resultado em seu favor, mas este resultado não se encontra contemplado no adimplemento devido pelo devedor. Nestas obrigações, o interesse do credor atendido com o adimplemento consiste na atuação diligente do devedor. O adimplemento de tal desempenho, quando bem sucedido, pode realizar o interesse preliminar do credor, como pode também se revelar infrutífero. Desta feita, considera-se que o interesse do credor no cumprimento da prestação é *instrumental* em relação ao interesse preliminar, que, embora pretendido com a constituição da obrigação, não se encontra *in obligatione*, sendo indiferente, por isso mesmo, à configuração do adimplemento” (Pablo Rentería, *Obrigações de meios e de resultado...*, p. 63-64).

⁵¹⁷ Adiante (subcapítulo 3.1.1.4), discutir-se-á brevemente se tais atividades são, no sentido técnico, *atividades de risco*.

⁵¹⁸ “O valor da cota que pertence a cada investidor e em relação à qual é titular do direito de resgate é variável. Isso porque é diretamente proporcional ao retorno dos investimentos em ativos financeiros feitos pelo administrador do fundo, com os recursos aportados pelos investidores. Deste modo, é contrato aleatório, uma vez que não há certeza quanto ao valor da prestação de restituição devida pelo administrador do fundo ao investidor” (Bruno Miragem, 2013, p. 438).

⁵¹⁹ Ver nota de rodapé nº. 255 acima.

pagamento de valor certo para a prestação de serviço determinado: a gestão de recursos de terceiros.

Em contraste às demais funções exercidas pelos prestadores de serviço do fundo, o interesse útil dos cotistas se centra em torno da conduta do administrador ou gestor, e não de seu resultado, que foge a seu controle, ao que tal circunstância acaba por impactar na própria álea contratual.⁵²⁰ O sucesso na finalidade prescrita pela formação do fundo – normalmente, direcionada à obtenção de rentabilidade a partir a aplicação de seus recursos – é incerta, a depender de diversos fatores de mercado. Tal circunstância, porém, poderia somente indicar “álea normal” mais ampla que o usual, mas não confere o caráter aleatório à avença.⁵²¹ Mesmo porque não poderiam os cotistas esperar o êxito a partir da conduta, ainda que diligente, do administrador ou gestor. Portanto, ao passo em que há remuneração para o trabalho do administrador ou gestor,⁵²² o contrato, neste vértice, assume feição comutativa.⁵²³

Tal circunstância distancia este contrato daqueles de natureza aleatória. A natureza aleatória deverá ser observada no que diz respeito ao próprio objeto da prestação: a título de

⁵²⁰ “Assim, percebe-se simultaneamente o critério da distinção: é o caráter aleatório, ou ao contrário, o caráter mais ou menos certo, do resultado querido pelo credor. A obrigação tem por objeto este resultado quando pode presumir que a diligência do devedor irá atingi-lo; no caso contrário, ela tem por objeto a própria diligência. Sem dúvida a diligência humana não pode jamais ter seu sucesso assegurado, e é isso que torna necessário o reconhecimento dos casos de força maior. Mas, é quando a álea é tão considerável que não mais se pode negligenciá-la, mesmo provisoriamente, e estabelecendo uma simples presunção, e que é necessário considerar como objeto da obrigação exclusivamente a diligência do devedor. A diferença entre as duas categorias de obrigações resulta das circunstâncias e não, em princípio, de uma diferença de grau ou de intensidade da obrigação. Mas esta diferença de circunstâncias conduz a uma inversão do ônus da prova, justificada para as obrigações de resultado pela presunção de que a diligência do devedor obterá o resultado desejado, a regra da prova do art. 1.315, alínea 2, cessa de sê-lo para as obrigações de pura diligência” (André Tunc, 2011, p. 748-749).

⁵²¹ Ver notas de rodapé 511 e 512 *supra*.

⁵²² Ao exemplo da contratação de serviços advocatícios – é possível pagar valor certo para que o patrono exerça seus melhores esforços na condução da causa, e não pelo êxito na causa, que pode decorrer de tais esforços. A respeito, ver, ainda: “Na primeira, trata-se simplesmente de desenvolver uma atividade no interesse do credor: que da atividade resulte um concreto efeito útil é algo que não diz respeito ao devedor, mas apenas ao credor. Assim, se a causa confiada ao patrocínio de um advogado não é julgada procedente, a atividade profissional foi exercida em favor do cliente e, portanto, a prestação foi adimplida, porque o devido não era o resultado útil da atividade, resultado que podia não estar no poder do patrocinador, mas era unicamente um comportamento de cooperação” (Emilio Betti, 2008, p. 59).

⁵²³ “Como se depreende de tais exemplos, nas obrigações de meios, sendo a remuneração estipulada em bases comutativas, e não aleatórias, o credor corre o risco de pagar ao devedor a contraprestação devida sem obter o resultado prático que esperava conseguir ao final. Com efeito, nessas obrigações, a frustração do resultado esperado pelo credor não significa necessariamente que o devedor tenha descumprido sua obrigação. Muito pelo contrário, tendo o devedor empenhado todos os seus esforços com vistas a alcançar o resultado almejado, a sua obrigação de meios reputa-se adimplida e o credor não pode se furtar ao pagamento da contraprestação ajustada” (Milena Donato Oliva e Pablo Renteria, *Obrigação de meios e assunção de riscos pelo consumidor* in *Revista do Direito do Consumidor*, v. 111, maio/jun. 2017, p. 22).

ilustração, o negócio jurídico no qual se adquira a eventual prole de certo rebanho seria, de fato, aleatório, uma vez que a parte seguirá tendo interesse útil no resultado e não na conduta de sua contraparte, porém, assumirá o risco deste resultado compreender variação ampla ou, mesmo, sequer existir.⁵²⁴

Na hipótese em comento, o resultado esperado pelos cotistas dirá respeito, precisamente, à cooperação do administrador ou gestor para a possível obtenção do resultado útil a que se vocaciona o próprio fundo. Nesse sentido, a obrigação de gestão dos recursos do fundo deverá ser qualificada como uma obrigação de meio, impedindo que o cotista exija os resultados esperados da aplicação dos recursos do fundo, mas apenas se verificando se a conduta do gestor ou administrador foi conduzida em melhores esforços e se foram atendidos os deveres de informação, em respeito ao imposto pela CVM e pelo regulamento.⁵²⁵

O entendimento doutrinário também sustenta ser obrigação de meio, ainda que com alguma frequência se verifique confusão com o caráter subjetivo da responsabilidade civil do administrador; e também não se diferenciem as obrigações decorrentes de atividades de gestão e de administração fiduciária⁵²⁶ – como antes apontado, obrigações de resultado.

Nesse sentido, inclusive, já concluiu o Superior Tribunal de Justiça, em um de seus raros julgados sobre a matéria:

⁵²⁴ “São *aleatórios* os contratos em que a prestação de uma das partes não é precisamente conhecida e suscetível de estimativa prévia, inexistindo equivalência com a da outra parte. Além disso, ficam dependentes de um acontecimento *incerto*. [...] Se é certo que em todo contrato há um *risco*, pode-se contudo dizer que no contrato aleatório este é da sua essência, pois que o ganho ou a perda consequente está na dependência de um acontecimento *incerto* para ambos os contratantes. O *risco* de perder ou de ganhar pode ser de um ou de ambos; mas a *incerteza* do evento tem de ser dos contratantes, sob pena de não subsistir a obrigação” (Caio Mário da Silva Pereira, *Instituições de Direito Civil: Contratos*, 14.ed., atualizada por Regis Fitchner, Rio de Janeiro: Forense, 2010. v. III, p. 59). Ver também: “Nos contratos aleatórios, as partes estão desde início, desde o momento da celebração do contrato, sujeitas a um risco, o qual poderá ser de ganho ou de perda, sendo que ambas estão conscientes desse risco” (Maria Emília Teixeira, *O Contrato de Swap: o Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*, Coimbra: Almedina, 2017. p. 52).

⁵²⁵ “Nesse sentido, é importante ressaltar que a obrigação do administrador, e do gestor, quando contratado, é de meio e não de resultado: não há promessa do sucesso financeiro do investimento. Há, pelo contrário, vedação expressa, tanto pela CVM como pela Anbima, de que tal promessa de rentabilidade venha se concretizar. O administrador e o gestor do fundo não podem, portanto, ser responsabilizados quando o investimento não for bem-sucedido, em virtude dos riscos inerentes aos investimentos realizados, sendo a álea característica importante do fundo. Importante mencionar que o investidor deve ser informado com clareza dos riscos assumidos pelo fundo e dos investimentos que serão realizados, para que tome a decisão de investir de forma esclarecida e consciente” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 166).

⁵²⁶ “O ordenamento jurídico em vigor, em momento nenhum, faz qualquer referência à responsabilidade objetiva de administradores dos fundos de investimento. Há, em verdade, criteriosas regras de conduta que devem balizar a conduta dos administradores. As obrigações destes, em consonância com o sistema no qual estão inseridos, são de meio, e não de fim” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 135).

Ademais, não parece caracterizado defeito na prestação do serviço por parte do gestor de negócios, ora recorrente, o qual, não obstante remunerado pelo investidor para providenciar as aplicações mais rentáveis, não assumiu obrigação de resultado, vinculando-se a lucro certo, mas obrigação de meio, de bem gerir o investimento, visando à tentativa máxima de obtenção de lucro.⁵²⁷

Como igualmente expõe Norma Jonssen Parente⁵²⁸ e como demanda expressamente o art. 92, I, da ICVM nº. 555/2014, o parâmetro para verificar tais melhores esforços seria aquele comumente adotado na seara do Direito Comercial: da conduta ativa e proba, pela qual o gestor ou administrador gerencia os recursos do fundo com o mesmo afincio que dedicaria aos próprios bens, adotando os menores custos possíveis, diligenciando para evitar riscos para além do escopo admitido em regulamento e buscando o melhor resultado possível. Então, não há propriamente dano caso o fundo de investimentos apresente resultado negativo, devendo ser verificado se o gestor aplicou as cautelas necessárias (e se respeitou as demais obrigações legalmente impostas – estas, sim, de resultado). Ainda, como a própria autora sustenta, a política de investimentos do fundo se põe como importante parâmetro para avaliação da conduta do gestor – que, por isso, deverá ser tão detalhado quanto possível.⁵²⁹

Não à toa, assim se coloca a ICVM nº. 555/2014, que em seu art. 54, I, dispõe que o material publicitário dos fundos deverá incluir a premissa expressa de que a sua rentabilidade não está assegurada e que “rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura”. Esta ressalva obrigatória demonstra que, por expressa disposição normativa, o administrador sequer poderia assumir obrigação de resultado em tal sentido.⁵³⁰

⁵²⁷ STJ, REsp 799.241, 4ª T., Rel. Min. Raul Araújo, julg. 14.8.2012.

⁵²⁸ “Tanto o administrador quanto o gestor devem exercer suas funções com a diligência que se espera de um administrador probo (leal) e ativo (diligente), sendo certo que os princípios do dever de diligência aplicáveis ao administrador e ao gestor do fundo, por suas características de fidúcia, são os mesmos inerentes aos administradores de companhia” (Norma Jonssen Parente, 2016, p. 256-257).

⁵²⁹ “É importante que a política de investimentos dos fundos seja bem detalhada, pois é por meio de sua observância que se poderá aferir o cumprimento do dever de diligência por parte de seus gestores e, consequentemente, a sua responsabilidade. Assim como os administradores de companhias, os gestores de fundos respondem pessoalmente pela não observância de seus deveres, especialmente quanto ao cumprimento da política de investimentos. A política serve como norte do próprio gestor” (Norma Jonssen Parente, 2016, p. 257).

⁵³⁰ “Vale ressaltar que a certeza dos resultados financeiros e a transmutação da obrigação de meios em resultado desvirtuaria por completo a finalidade do serviço de gestão de recursos de terceiros, que está intimamente vinculada à busca de rendimento financeiro por meio da aplicação dos recursos do cliente na compra e venda de títulos e valores mobiliários. Se a sua obrigação fosse de resultado, o gestor deixaria de exercer a atividade de administração de recursos, tornando-se, em vez disso, devedor do cliente, tal como observado em uma típica operação de mútuo bancário. Nesse cenário indesejável, o consumidor correria o risco de crédito do gestor, que, dessa feita, passaria a representar fonte importante de preocupação para a higidez do sistema financeiro. Por essa razão, a CVM veda, em termos gerais, quaisquer promessas quanto a retornos futuros da

Ademais, apenas há, propriamente, elemento aleatório neste negócio jurídico caso se preveja o pagamento de taxa de performance, pela qual se remunera o responsável pela gestão dos recursos do fundo com parte dos rendimentos, apurados a partir da comparação com um índice pré-determinado, empregado como paradigma (o *benchmark*). Nessa direção, perante a adoção desta forma de remuneração, se observa que o gestor ou administrador trabalhará para a aplicação efetiva dos recursos do fundo, mas apenas será remunerado perante a obtenção de resultado, ao que apenas essa modalidade de remuneração compreenderia natureza aleatória. Porém, como apontado acima, a taxa de administração igualmente se destina a remunerar a gestão, nos termos do art. 85, § 1º, da ICVM nº. 555/2014, de forma que ainda há contraprestação comutativa para remunerar tal função. Logo, o contrato firmado com o gestor não deverá ser requalificado como aleatório – invocando-se, em hipótese análoga, os comentários de Gustavo Tepedino a respeito do contrato de corretagem, no sentido de que o caráter aleatório da remuneração do corretor não desnatura a obrigação como de meio.⁵³¹

Por fim, ressalta-se que há, entre as obrigações de meio associadas à atividade de gestão de recursos de terceiros, uma relevante obrigação de resultado imposta ao administrador ou gestor: as instruções da CVM (como a nº 555/2014, em seus art. 104 e

carteira. Nessa mesma direção, proíbe o gestor de fazer publicidade garantindo níveis de rentabilidade, com base em desempenho histórico da carteira ou de valores mobiliários e índices do mercado de valores mobiliários. A prestação dessas informações, relativas ao desempenho histórico da carteira e comparações com índices de mercado, são relevantes para que o cliente possa escolher o profissional que melhor atenda a seus objetivos de investimento. No entanto, jamais podem ser associadas a qualquer promessa de rentabilidade futura” (Milena Donato Oliva e Pablo Renteria, 2017, p. 26).

⁵³¹ “De fato, afigura-se recorrente, revelando legítima pactuação, a estipulação de remuneração aleatória, condicionada à formação do consenso entre as partes interessadas no negócio intermediado. Assim, no comum dos casos, mesmo que tenha cumprido a sua obrigação, realizando o que estava ao seu alcance para formar o consenso entre as partes, o corretor não terá direito à remuneração caso não chegue a este resultado. No entanto, a escolha das partes pela modalidade aleatória de remuneração não transforma a obrigação do corretor em obrigação de resultado, pois este último não promete a realização do negócio, nem pode ser responsabilizado por inadimplemento contratual toda vez que não alcance este objetivo. Ora, é da essência do contrato que o corretor ‘com sua ação, facilita as negociações preliminares; mas, se fracassam, nenhuma responsabilidade lhe pode ser imputada’. Há, portanto, cumprimento do contrato de corretagem, independentemente do resultado econômico obtido e mesmo que, em consequência do malogro da intermediação, não venha a ser paga a remuneração do corretor. Do ponto de vista técnico-jurídico, a formação do consenso entre as partes constitui evento aleatório, ao qual se subordina o direito à remuneração, sem relação, entretanto, com o conteúdo da prestação do corretor. Como já dito, o corretor desenvolve atividade de intermediação, de aproximação útil, cuja função jurídica se revela incompatível com a promessa de obter o consentimento das partes na celebração do negócio. [...] Repita-se, no entanto, que a álea não se mostra essencial à função do contrato de corretagem. Tem-se, na verdade, espécie contratual da qual exsurge a aleatoriedade, sempre que o pagamento do corretor depender da concretização do negócio (resultado econômico). Ao revés, predominará a comutatividade nas raríssimas avenças em que se determine o pagamento do corretor em razão do seu esforço, independentemente do resultado obtido” (Gustavo Tepedino, *Questões Controvertidas sobre o Contrato de Corretagem* in *Temas de Direito Civil*, 4.ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 151-153).

seguintes) fixam limites mínimos e máximos de concentração em certos ativos, a depender do tipo do fundo, impondo o seu chamado *enquadramento*. Este dever será objeto de análise específica adiante (subcapítulo 3.1.1.3), mas desde já se nota que neste caso é verificada obrigação de resultado. O cotista espera, ao investir em um fundo, que seus prestadores de serviço respeitem objetivamente as normas da CVM, – inclusive, as proporções legais de concentração por ativo, que, evidentemente, poderão constituir expectativas legítimas (*rectius*, legalmente impostas) dos investidores. Logo, o seu descumprimento fugirá ao caráter de melhores esforços geralmente associado à gestão de recursos, por mais que tais aspectos estejam mais vinculados a esta que às atividades de administração fiduciária.

A perda financeira associada a investimentos que não se enquadrem nos níveis de concentração autorizados poderá ensejar a responsabilização do gestor, levando à consideração do resultado e não dos meios efetivamente empregados por este.

3.1.1.3 O dever de informação: aspecto central e conformador dos fundos de investimento. A importância da observação dos princípios de *suitability*

Independentemente de o caráter das obrigações associadas ao cumprimento do dever de informação ser, como acima indicado, parte das “atividades de administração fiduciária” do fundo, o seu adequado adimplemento constitui elemento fundamental a tais veículos.

O respeito ao dever de informação constitui premissa fundamental à decisão dos investidores em participar de certo fundo de investimentos. Aponta a doutrina que, precisamente, seria o mais básico aspecto a ser observado pelo administrador,⁵³² uma vez que conforma as legítimas expectativas dos investidores, na formação de parâmetros para a avaliação dos melhores esforços empregados na gestão dos ativos.⁵³³ É, ademais, dever que

⁵³² “Independentemente da forma e periodicidade, as informações prestadas devem ser sérias, consistentes, completas, verdadeiras, abrangentes, equitativas, simultâneas para todos os cotistas, que não induzam o investidor a erro e que sejam úteis à avaliação dos investimentos. Ao lado disso, as informações relativas ao fundo devem ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 123).

⁵³³ “Em vista do acima exposto, concluímos que o administrador e o gestor devem ser responsabilizados civilmente quando atuarem com culpa ou dolo, descumprindo seus deveres impostos pela CVM, especialmente o dever de informação e transferência. Por meio da transferência, os riscos assumidos pelo fundo, intrínsecos ao investimento, são informados ao investidor, que aceita corrê-los em busca de determinada rentabilidade” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 168).

tutela todo o mercado, por assegurar que os fundos são veículos de investimento estáveis e transparentes.⁵³⁴

Tão relevante e amplo é o dever de informação, que a jurisprudência já condenou o administrador que não informou aos investidores com antecedência a respeito de alteração legal: no caso, a imposição por norma da CVM de nova metodologia de cálculo (no caso, a “marcação-a-mercado”), que acabou por influir no valor de suas cotas.⁵³⁵

Dito diversamente, é a partir das informações publicamente divulgadas pelo administrador que os potenciais cotistas poderão julgar se a estratégia de investimentos de certo fundo é compatível com a sua própria disposição de assumir riscos e a sua perspectiva de possíveis lucros, ou seja, com o seu “perfil de investidor”. É o que se convencionou chamar de *suitability*.⁵³⁶ Normalmente, há convenção de se categorizar os fundos em classificações que reflitam os riscos de perda e de volatilidade aos quais estarão expostos (empregando-se termos como “conservador”, “moderado”, “arrojado” e “agressivo”). Tais categorias resumem suma importância ao investidor que avalia ingressar em um dos fundos oferecidos ao público. Como aponta Bruno Miragem, o atendimento ao dever de informação se fará a partir do fornecimento de dados úteis, leais e objetivos.⁵³⁷

Importa notar que, quanto maior for a assimetria informacional – ou seja, a quantidade à disposição e a capacidade de buscar mais informação – entre o público alvo de certo fundo e

⁵³⁴ “O conteúdo e abrangência do dever de informar, neste sentido, serve de proteção não apenas ao investidor, mas igualmente à eficiência e estabilidade do mercado, protegendo a confiança que funda a atividade do mercado de valores mobiliários e é pressuposto essencial do seu desenvolvimento” (Bruno Miragem, 2013, p. 440).

⁵³⁵ “Compete às instituições financeiras informar aos investidores acerca dos fatos relevantes ocorridos nos Fundos de Investimento, a teor da legislação que rege a espécie. O desconhecimento acerca dos novos riscos advindos da denominada ‘marcação de mercado’ imposta pelos órgãos normativos (CVM e BACEN) influiu nas decisões de investimento dos condôminos, acarretando-lhes prejuízos que poderia ser evitado ou minimizado. A nova metodologia de avaliação dos ativos dos Fundos de Investimentos não adveio das oscilações previsíveis do mercado financeiro, constituindo-se em fato jurídico novo, do qual os quotistas não foram devidamente informados a tempo e modo. Verificado o nexo de causalidade entre a conduta omissiva e o dano verificado, a indenização se impõe” (TRF-1, Apelação Cível nº. 2005.38.00.001280-4, 6ª Turma, Rel. Des. Fed. Carlos Moreira Alves, julg. 18.10.2013).

⁵³⁶ Ver nota de rodapé nº. 500 *supra*.

⁵³⁷ “O dever aqui estabelecido é de esclarecimento. Note-se que há esmero do regulador no sentido de evitar que a divulgação de informação pelo administrador do fundo, ou por seus intermediários financeiros, sirva para confundir os investidores. Neste sentido, exige a norma que a informação fornecida seja *útil* para a avaliação do investimento; *leal* de modo que não assegure ou sugira garantia de resultados ou ausência de risco para o investidor; e *objetiva*, de tal modo a distinguir claramente as informações sobre fatos, que deverão se fazer acompanhar das respectivas fontes, e o que se tratar de interpretações, opiniões, projeções e estimativas, que deverão ser devidamente caracterizadas como tal” (Bruno Miragem, 2013, p. 440).

sua administração, mais alto será o *standard* aplicado para a avaliação do cumprimento deste dever de informação.⁵³⁸⁻⁵³⁹⁻⁵⁴⁰ É, em certo sentido, aspecto que remete à vulnerabilidade, instituto característico do direito consumerista.⁵⁴¹ Não à toa, as instruções da CVM refletem tal realidade, até certo ponto: os fundos exclusivos (feitos sob medida para cotista único) podem dispensar a produção de certos documentos e informações pelo administrador;⁵⁴² os fundos direcionados a investidores qualificados ou profissionais, também.⁵⁴³

Assim, o dever de informar associado ao *suitability* será mais profundo, na medida em que o fundo esteja disponível a investidores com menor acesso à informação. Um gestor de fundo que assuma posição extremamente “agressiva”, mas informe adotar postura “moderada”, terá mais chances de criar falsas expectativas junto ao investidor pessoa física, do que perante um investidor institucional, que possui estrutura profissional própria para avaliar os seus potenciais investimentos.

⁵³⁸ “Na verdade, trata-se de *standards* propositadamente abrangentes justamente para abrigar diversas circunstâncias e peculiaridades. O *standard* independe de qualquer regulamentação. Deriva de conceitos que o cidadão comum considera como válidos em determinada época” (Norma Jonssen Parente, 2016, p. 257).

⁵³⁹ “Essa hipossuficiência técnica coloca o quotista-consumidor do fundo de investimento em uma situação de vulnerabilidade que frequentemente o leva a adotar uma postura de confiança e concordância com as ações praticadas pelo administrador. O dever de informar do administrador ganha relevância diante deste contexto de: a) desequilíbrio na relação quotista-administrador; b) riscos inerentes ao investimento; e c) impossibilidade de responsabilização dos administradores pela totalidade dos riscos associados à atividade” (Carlos Alexandre Corrêa Leite *et al.*, 2015, p. 280).

⁵⁴⁰ “Eis outra diferença entre o sistema consumerista e o comercialista. O padrão imposto aos homens de negócio supõe que buscarão diligentemente as informações necessárias à tomada da sua decisão; ao revés, não se espera do consumidor grande empenho na coleta de dados a partir do momento em que o fornecedor está vinculado à ‘transparência obrigatória nas relações de consumo’” (Paula A. Forgioni, 2010, p. 141-142).

⁵⁴¹ “Em resumo, em minha opinião existem quatro tipos de vulnerabilidade: a técnica, a jurídica, a fática e a vulnerabilidade básica dos consumidores, que podemos chamar de vulnerabilidade informacional” (Claudia Lima Marques, *Contratos no Código de Defesa do Consumidor: o novo regime das relações contratuais*, 8.ed., São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 326).

⁵⁴² “Esses fundos destinados a apenas 1 (um) cotista recebem o nome de fundos exclusivos. A constituição desses fundos pode ser interessantes, de acordo com as especificidades do caso, inclusive para fins tributários. Não obstante os fundos exclusivos devam inserir-se em uma das sete classes existentes e seguir as correspondentes diretrizes, não se aplicam a eles os limites atinentes à concentração por emissor e por modalidade de ativo” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 153-154).

⁵⁴³ “Mesmo que os fundos de investimento para investidores qualificados tenham de aderir a uma das classes existentes, há flexibilização de regras. Dentre essas flexibilizações, desde que previstas no regulamento, pode-se citar a dispensa de elaboração de prospecto e lâmina, a possibilidade da utilização de ativos financeiros para integralização e resgate de cotas, cobrança de taxas de administração e de performance nos termos do regulamento e a estipulação de prazos para conversão de cota e para pagamento de resgate diferentes daqueles aplicados aos fundos em geral” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 98).

Tal discussão se confunde com aquela a respeito da possibilidade de aplicação do Código de Defesa do Consumidor às relações entre cotistas e os prestadores de serviço do fundo, a qual será objeto de análise específica adiante (subcapítulo 3.1.3 abaixo).

Ademais, o acesso contínuo a tais dados também será essencial àquele que já figura como participante do fundo. Apenas pela redução da assimetria informacional entre cotistas e administração do fundo, será possível verificar se os parâmetros de alocação de recursos e os deveres de melhores esforços do gestor realmente são adimplidos.

Ponderando-se na medida dos pontos acima, há complexo ajuste a ser observado pelo administrador do fundo. As normativas da CVM demandam o fornecimento suficiente de informações (especialmente o art. 40, mas também refletida nos arts. 25, 40 a 43, 49 a 54, 56 e 61 a 65 da ICVM nº. 555/2014); por outro lado, igualmente impedem o seu fornecimento excessivo (por exemplo, remeta-se ao limite de cinco mil caracteres e de cinco principais fatores de risco do termo de adesão, constante de seu art. 25, § 1º, I). Tal limitação diz respeito à *sobrecarga informacional*,⁵⁴⁴ efeito ora estudado pela economia comportamental e pela psicologia, que postula ser ineficiente colocar informação em quantidade excessiva, impedindo que o público alvo a processe adequadamente.

Mesmo o tipo de informação que realiza por completo tal dever poderá ser ou não levado em consideração de acordo com o perfil de investidor ao qual o fundo é voltado. Um investidor pessoa física não profissional provavelmente se fiará mais em dados como o perfil do fundo e sua rentabilidade recente, enquanto um investidor profissional ou institucional deverá verificar em maior profundidade os detalhes, como os níveis de concentração por ativo, a exposição ao fundo a derivativos, as estratégias de gestão etc. Em outras palavras, é natural que, para um fundo ofertado publicamente e a pequenos investidores, se dependa mais da interpretação conferida pelo administrador a tais dados: sendo natural que o investidor confie

⁵⁴⁴ “The first observation which should be made is that the phenomenon of information overload exists and can be identified in virtual environments, as noted in the physical environment by previous studies. The state of confusion over the purchase decision from an experience (sic) information overload has been identified by various authors in the traditional environment. Using this same line of thinking, which (sic) consumer will feel confused due to the inability to process all the information present, the idea that there is a link between the information overload experience and this kind of response was proposed in the study” (Rafael Lucian e Salomão Alencar de Farias, *Effects of Information Overload on Brazilian E-Consumers* in *American Journal of Economics and Business Administration*, 21-26, 2009. p. 25). Em tradução livre: “A primeira observação que deve ser realizada é que o fenômeno da sobrecarga informacional existe e pode ser identificada em ambientes virtuais, como notado no ambiente físico por estudos anteriores. O estado de confusão com relação à decisão de compra decorrente da experiência da sobrecarga informacional foi identificada por vários autores no ambiente tradicional. Usando esta mesma linha de pensamento, pela qual o consumidor ficará confuso por conta da inabilidade de processar toda a informação presente, esse estudo propõe a ideia de que há um elo entre a experiência da sobrecarga informacional e esse tipo de resposta”.

mais no que consta de documentos de teor sintético, como a lâmina do fundo. Ao investidor com este perfil, um maior nível de detalhe pode beirar a inutilidade, ao passo em que ao cotista profissional estas minúcias serão de grande valia.

No sentido do que bem aponta Bruno Miragem, as informações deverão ser dotadas de suficiente simplificação, permitindo que uma complexa matéria como o investimento no mercado de capitais esteja ao alcance do público-alvo do fundo.⁵⁴⁵

Ainda, tal sutil equilíbrio é igualmente temperado pela necessidade de sigilo de algumas informações, notadamente das posições de titularidade do fundo em investimentos que possam ser prejudicadas por sua divulgação – como o investimento de vulto em derivativos ou ações. Logo, o art. 56, § 2º, da ICVM nº. 555/2014 autoriza que tais posições sejam suprimidas da divulgação pública por um prazo que variará a depender do tipo do fundo.⁵⁴⁶

Assim, os deveres de informação atinentes ao administrador do fundo compõem uma de suas supracitadas obrigações de resultado. Logo, perante a sua infração, o administrador responderá independentemente de seus esforços para cumprir tal dever: se alguma das normas impostas pelo regulamento do fundo ou pelas instruções da CVM com relação ao fornecimento de informações for descumprida, estará sujeito à responsabilização. Todavia, isso não importa em dizer que a sua responsabilidade seria objetiva – ainda será subjetiva (a menos que se aplique o Código de Defesa do Consumidor, considerando as ressalvas do

⁵⁴⁵ “No tocante ao conteúdo da informação e sua interpretação para efeito de verificar o atendimento ou não do exigido na norma, segue-se critério de razoabilidade, considerando-se especialmente os limites de simplificação das informações, quando relativas a relações econômicas de complexidade variável - como é o que ocorre no mercado de valores mobiliários” (Bruno Miragem, 2013, p. 440-441).

⁵⁴⁶ Veja-se que tal questão é mais antiga do que aparenta – como narra Oscar Barreto Filho, a respeito das leis aplicáveis às sociedades de investimento francesas e aos *investment trusts* norte-americanos e ingleses, na primeira metade do Século XX: “A lei francesa dá grande importância à publicidade da composição integral da carteira, seguindo, assim, neste ponto, a experiência norte-americana. Os *investment trusts* ingleses, ao contrário, não costumam tornar do conhecimento geral os valores que compõem suas carteiras, sem que isso, entretanto, tenha dado margem a abusos dos administradores. [...] É claro, porém, que a precaução adotada pela lei francesa, de somente dar a conhecer a constituição da carteira, após o decurso do prazo de seis meses, para afastar o perigo de desvendar o sigilo das operações em curso de realização, acarreta, por sua vez, outro grave inconveniente, pois, nesse lapso de tempo, é possível alterar por completo a composição dessa carteira. De qualquer modo, a publicação dos valores que integram a carteira deve sempre ser acompanhada da indicação da quantidade de títulos e de seu montante, para evitar que a simples menção de um valor de primeira ordem sirva para encobrir vultosas participações em negócios ruins” (Oscar Barreto Filho, 1956, p. 124-125).

subcapítulo 3.1.3 abaixo), mas o inadimplemento será apurado a partir do não cumprimento do resultado esperado.⁵⁴⁷

Então, seria possível cogitar de peculiar situação em que a responsabilização de prestador de serviços do fundo pela má gestão de ativos do fundo – obrigação, como exposto acima, de meio – possa inexistir sob o aspecto do atendimento a melhores esforços, mas persista de acordo com a ótica da infração ao dever de informação. Nesse sentido, o fornecimento de informações equivocadas ou a existência de promessas firmes de desempenho representa um descumprimento da obrigação de resultado associada aos deveres de informação.

Tal cenário é reconhecido por Milena Donato Oliva e Pablo Renteria, que apontam que a informação inadequada ou insuficiente poderá criar legítimas expectativas no investidor, levando-o a acreditar que o fundo está imune a perdas ou que compreende baixos riscos de perda, embora aplique recursos de forma agressiva.⁵⁴⁸

Da mesma forma, esta questão foi das únicas até então abordadas pela jurisprudência, no que diz respeito aos fundos de investimento. Observam-se alguns precedentes a respeito de fundos cambiais e de derivativos do final da década de 1990, quando era possível obter altos ganhos em investimentos relacionados ao dólar norte-americano, que estava legalmente indexado ao real. Controlada a hiperinflação, em 1999 o BACEN adotou o câmbio flutuante, levando à desvalorização da moeda nacional e a perdas maciças em tais fundos – e, como seu administrador comercializava tais fundos como se o risco de perda fosse praticamente nulo ou prometendo rentabilidade certa, e o direcionava a investidores sem experiência no mercado de capitais, sua responsabilidade foi reconhecida por tais precedentes, em que pese ter seguido a política de investimentos prevista – veja-se:

Assim, a gerente do 'Boavista' (agência Conjunto Nacional), recomendou a aplicação nos fundos de investimentos do Banco como opção mais rentável, sugerindo que os valores fossem divididos em três fundos de derivativos (...) assegurando (verbalmente e através de material propagandístico), que o grau de risco do 'Hedge

⁵⁴⁷ “Cabe advertir que a qualificação da obrigação como de resultado não transmuda a natureza da responsabilidade médica de subjetiva para objetiva. O que se altera é o conteúdo da prestação. Assim, se o resultado é frustrado sem culpa do médico, há descumprimento contratual e, consequentemente, perda da contraprestação avençada; mas como tal descumprimento não lhe é imputável, não responde pelas perdas e danos sofridos pelo consumidor. De outra parte, se o médico não logra obter o resultado porque agiu culposamente, encontra-se inadimplente e deve ressarcir o consumidor de todos os danos incorridos, além de não fazer jus à contraprestação” (Milena Donato Oliva e Pablo Renteria, 2017, p. 25).

⁵⁴⁸ Milena Donato Oliva e Pablo Renteria, 2017, p. 25-26.

60', tido como agressivo, jamais poderia ultrapassar perda superior a 1 CDI (certificado de depósito interbancário), enquanto que o 'Derivativos 60', também classificado como agressivo, não teria rentabilidade negativa, fazendo crer, destarte, que essas aplicações eram sólidas e seguras, respeitando-se, repita-se, a possibilidade da perda acima mencionada (...) Quanto ao 'Master 60', classificado como investimento de 'perfil moderado', a promessa veiculada nos materiais de propaganda e pelos próprios funcionários do Banco Réu assegurava que os ganhos seriam de, no mínimo, 0,5% do CDI, ou seja, esse investimento, tal como o 'Derivativos 60', não admitia a rentabilidade negativa, sendo prometido, ainda, que todas essas aplicações poderiam ser resgatadas no mesmo dia do pedido da baixa (D+0), consoante demonstram os inclusos materiais publicitários (...) Ocorre que, no dia 14 de janeiro p.p., diante da informação que a desvalorização cambial verificada no dia anterior teria repercutido de forma negativa nos investimentos respectivos, os Autores determinaram verbalmente (como de praxe), o resgate dos saldos existentes nesses fundos. Porém, considerando que os pedidos verbais não foram acatados pela gerência, sob alegação que os resgates não eram mais D+0 (IMEDIATO), e sim D+5, isto é, os valores somente poderiam ser levantados após 5 dias do pedido de baixa (afrontando as condições pactuadas inicialmente), os Autores acharam por bem formalizar expressamente a ordem de resgate, protocolizando as inclusas solicitações de resgate. Admitindo-se que a Instituição Financeira Ré tivesse cumprido o pacto inicial (resgate na condição D+0), com a consequente liberação do valor dos fundos nesse dia 14, os autores teriam recebido a importância de R\$ 542.636,62 (vide quadro II do anexo 1), minimizando sensivelmente os prejuízos. Porém, no dia 18.01.99, ocasião em que os recursos permaneciam indevidamente bloqueados (considerando o não atendimento do pedido de resgate), os autores foram surpreendidos com as informações que os aludidos fundos haviam sofrido perdas superiores aos valores investidos (notadamente no que diz respeito ao 'Hedge 60'), ou seja, ALÉM DE PERDEREM TODO O DINHEIRO INVESTIDO NO 'HEDGE 60', OS AUTORES AINDA PASSARAM A SER DEVEDORES DO BANCO (...) Com efeito, o risco faz parte da aplicação em fundos de investimento, podendo a instituição financeira, entretanto, criar mecanismos ou oferecer garantias próprias para reduzir ou afastar a possibilidade de prejuízos decorrentes das variações observadas no mercado financeiro interno e externo. (...) Dada a possibilidade de perdas no investimento, cabe, evidentemente, à instituição prestadora do serviço informar claramente o grau de risco da respectiva aplicação e, se houver, as eventuais garantias concedidas contratualmente, revelando-se absolutamente relevantes, para esse fim, as propagandas efetuadas e os prospectos entregues ao público e ao contratante, os quais obrigam a contratada que irá aplicar o dinheiro do investidor. Nesse sentido, assim dispõe o art. 30 do CDC (...) Embora nem a sentença nem o acórdão esmiúcem, em seus respectivos textos, os contratos de investimento celebrados, ficou suficientemente claro ter sido pactuado o mecanismo *stop loss*, o qual, conforme o próprio nome indica, fixa o ponto de encerramento de uma operação com o propósito de "parar" ou até de evitar determinada "perda". Do não acionamento do referido mecanismo contratual pela instituição financeira, segundo as instâncias ordinárias, é que teria havido o prejuízo.⁵⁴⁹

Um destes precedentes, porém, isenta o administrador de responsabilidade, pois o cotista que lhe movia a ação era investidor profissional, possuindo inteiro domínio do que representava um fundo focado em derivativos cambiais:

⁵⁴⁹ STJ, REsp 656.932, 4ª T., Rel. Min. Antonio Carlos Ferreira, jul. 24.4.2014.

A controvérsia cinge-se à aferição da responsabilidade civil do administrador e do gestor de fundo de investimento derivativo, em razão dos prejuízos advindos da desvalorização do Real ocorrida em janeiro de 1999, com a mudança pelo Governo Federal da política cambial, na qual houve uma superdesvalorização da moeda brasileira em relação ao dólar estadunidense. (...) No caso em exame, o recorrido é investidor experiente, analista financeiro do Banco Bozano Simonsen, que costumava empregar recursos, com frequência, nesse tipo de fundo agressivo, objetivando ganhos muito maiores do que os de investimentos conservadores, sendo razoável entender-se que conhecia plenamente os altos riscos envolvidos em tais negócios (v. fls. 858 e 862). Assim, mostra-se irrelevante o fato de o recorrido não haver recebido o regulamento do fundo gerido pelo ora recorrente, pois, como normalmente sucede com os investidores em tais aplicações financeiras, não desconhecia os riscos inerentes a tal produto. Aqueles que militam nesse arriscado nicho do mercado financeiro têm plena ciência dos riscos de suas aplicações, assumindo tais riscos em busca de elevados ganhos.⁵⁵⁰

Este julgado demonstra, precisamente, o ponto supracitado: o *standard* esperado de informação será avaliado concretamente, em ponderação de quais seriam as informações razoavelmente exigidas do administrador, a depender do tipo de fundo e de seu público-alvo.

Portanto, as obrigações relacionadas à má aplicação ou ao abuso do poder de gestão discricionário dos ativos do fundo seguirão como obrigações de meio; contudo, as obrigações relativas aos deveres de informação, centrais a qualquer fundo de investimentos, são de resultado – assim, justificando a formação de legítimas expectativas inclusive em contrariedade à política de investimentos do fundo, caso uma informação inadequada ou imprecisa (e que efetivamente possa influenciar o cotista) seja fornecida.

3.1.1.4 O perfil de risco da atividade de gestão de recursos de terceiros e os limites de concentração de investimentos como técnica de alocação de riscos

Outra indagação diz respeito à natureza da responsabilidade do gestor de recursos do fundo, que exerce a atividade de gestão de recursos de terceiros. À primeira vista, poderia parecer ser aplicável a regra do art. 927, parágrafo único, do Código Civil:⁵⁵¹ como tratar-se-ia de atividade de risco imanente, na qual o gestor, por suas atividades ordinárias, poria os

⁵⁵⁰ STJ, REsp 799.241, 4ª T., Rel. Min. Raul Araújo, julg. 14.8.2012.

⁵⁵¹ Art. 927, parágrafo único, do Código Civil: “Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem”.

direitos de outrem em risco,⁵⁵² lhe seria cominada a responsabilidade objetiva. Há, inclusive, precedente jurisprudencial que apontaria neste sentido, ainda que em *obter dictum*.⁵⁵³

Seria parte do movimento específico de passagem de um paradigma de culpa, para um de distribuição de riscos – considerando-se, como nota Gisela Sampaio da Cruz, que “em busca da reparação mais ampla possível, assistiu-se a um manifesto processo de ‘desculpabilização’, com o incremento das hipóteses de responsabilidade objetiva”.⁵⁵⁴ Como principal esteio a tal movimento e em resposta à suposta desvirtuação do sistema antes puramente baseado na culpa, faz-se referência ao alerta da mesma autora: é o nexo causal, ainda tão presente no âmbito da responsabilidade objetiva, que vigoraria como principal elemento definidor da medida da responsabilidade.⁵⁵⁵ Tal mudança de paradigma não significa a completa banalização da responsabilidade objetiva, permanecendo viva sua diferenciação. Cumpre, assim, alcançar conclusão distinta do supracitado acórdão, na direção da inaplicabilidade dos parâmetros próprios à “atividade de riscos” à gestão de fundos de investimento.

Inicialmente, nota-se que a “atividade de riscos” compreende alguns pressupostos, como o ‘risco inerente à atividade’, conforme os critérios suscitados por Maria Celina Bodin

⁵⁵² Note-se que o gestor coloca em risco os direitos de sua contraparte, e não de terceiros – a quem ora se sustenta voltar-se a disposição do art. 927, parágrafo único, do Código Civil. Ainda assim, o debate persiste em doutrina e jurisprudência, como a seguir se aponta.

⁵⁵³ “Ainda que tivesse ocorrido a anuência do apelado para o direcionamento do valor aplicado ao supramencionado fundo de investimento, não vejo porque o Banco apelante não ser responsabilizado pela guarda do dinheiro que lhe foi entregue, não sendo descabido lembrar que a atividade exercida pelo Banco apelante, de administrar e guardar o dinheiro de terceiros, lhe impõe riscos integrais. Precedentes desta Corte de Justiça: AC nº 4.156/2009 - São Luís. Acórdão nº 87.285/2009. 3ª Câ. Cível. Rel. Des. José Stélio Nunes Muniz. Julgamento em 26/11/2009. DJE 9/12/2009” (TJMA, Apelação Cível nº. 0000197-552005.8.10.0056, 2ª Câmara Cível, Rel. Des. Marcelo Carvalho Silva, julg. 1.3.2011).

⁵⁵⁴ Gisela Sampaio da Cruz, *O Problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil*, Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 17. Ver-se, ainda: “A teoria do risco não é fruto e uma concepção dogmática, de uma elaboração doutrinária calcada em princípios abstratos, mas consequência inevitável da própria vida. Desde que o homem vive ameaçado seriamente na sua segurança material, procura-se garantir a vítima dos danos que a culpa não poderia amparar, criando uma segurança jurídica, que é o apanágio da teoria do risco-proveito” (Alvino Lima, *Culpa e Risco*, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1960. p. 212).

⁵⁵⁵ “No campo da responsabilidade civil, o nexo causal cumpre uma dupla função: por um lado, permite determinar a quem se deve atribuir um resultado danoso, por outro, é indispensável na verificação da extensão do dano a se indenizar, pois serve como medida da indenização. Durante muito tempo, predominou o entendimento de que era a culpabilidade, e não a causalidade, que determinava a medida da responsabilidade. [...] Na responsabilidade objetiva, em face da ausência dos parâmetros da ilicitude e da culpa, o nexo causal assume particular relevo. [...] Por meio do nexo de causalidade, delimita-se a extensão do dano a indenizar em todas as espécies de responsabilidade civil” (Gisela Sampaio da Cruz, *O Problema do Nexo Causal*..., p. 22-25).

de Moraes.⁵⁵⁶ Qualquer atividade humana pressupõe risco: a previsão do art. 927, parágrafo único do Código Civil é direcionada, justamente, às atividades que extrapolam o risco cotidiano.⁵⁵⁷ Igualmente, como sustenta Sérgio Cavalieri Filho, o escopo desta norma se volta especialmente às atividades que por sua própria prática e intrinsecamente geram risco mais elevado.⁵⁵⁸

Nesse sentido, uma gestão mais “conservadora”, – que, por exemplo, aloque recursos em investimentos de renda fixa, de emissão do governo federal ou que contem com o respaldo do Fundo Garantidor de Créditos (FGC) –, apenas incorreria em efetivas perdas (ou seja, “danos”, e não mera queda na rentabilidade esperada) perante contexto atípico. Assim, não se cumpriria o requisito supracitado do ‘risco natural à atividade’, uma vez que as perdas, nesse caso, restringir-se-iam às hipóteses extremamente inesperadas ou de patente má gestão. Restaria claro, então, que mesmo que se admita a gestão de recursos de terceiros como uma atividade de risco imanente, não seria toda a atividade do tipo que envolveria maior volatilidade, mas apenas aquela resultante de gestão mais “agressiva”.

⁵⁵⁶ “E o que será uma atividade de risco? Atividades que ‘por sua natureza’ geram riscos para os direitos de outrem são as atividades perigosas. A propósito, a doutrina italiana adota comumente dois critérios para definir as atividades perigosas, previstas pelo art. 2.050 do CCI. São eles: i) a quantidade de danos habitualmente causados pela atividade em questão; ii) a gravidade de tais danos. A atividade é considerada perigosa, portanto, quando, do ponto de vista estatístico, causa danos quantitativamente numerosos e qualitativamente graves. Estes critérios, a serem aproveitados em nosso ordenamento, criam um standard flexível que será definido pela inter-relação destes dois elementos: a magnitude do dano e sua probabilidade [...] De maneira geral, para a identificação em concreto da periculosidade, alguns critérios indicativos devem ser usados, como por exemplo, o fato de a atividade ser administrativamente regulada, ou depender de autorização, ou, ainda, quando o prêmio do seguro for alto, critérios que servem de indício de sua natureza de risco. Além disso, estatísticas deverão ser utilizadas para a especificação daquelas atividades que, com maior frequência, ensejam acidentes. De fato, é especialmente importante a adoção do enfoque técnico, porque esta é matéria infensa ao senso comum. Assim, por exemplo, a psicologia cognitiva aplicada ao direito demonstra que a percepção geral do risco é freqüentemente distorcida por uma série de dissonâncias cognitivas, gerando reações que, embora inapropriadas, são comuns. É o que faz com que, por exemplo, as pessoas confiem muito mais em seus carros do que em viagens de avião, embora as estatísticas demonstrem ser mais arriscado fazer um passeio de automóvel do que dar a volta ao mundo voando” (Maria Celina Bodin de Moraes, *Risco, Solidariedade e Responsabilidade Objetiva* in *Revista dos Tribunais*, v. 854, dez./2006, p. 24-25).

⁵⁵⁷ “Contesta-se, habitualmente, que qualquer atividade humana importa, em alguma proporção, risco aos negócios alheios. A crítica, puramente formal, demonstra apenas que o legislador pretendeu, obviamente, referir-se às atividades que tragam risco elevado, risco provável, verdadeiro perigo de dano” (Anderson Schreiber, *Novos paradigmas da responsabilidade civil*, São Paulo: Atlas, 2007. p. 23).

⁵⁵⁸ “Mas, por outro lado, não nos parece correto estender, como querem outros, a responsabilidade objetiva àquela atividade que apenas eventualmente oferece risco. Noutras palavras, não é toda atividade que o legislador pretendeu abranger pelo parágrafo único do art. 927 do Código Civil. Só é possível admitir o risco criado quando, por consequência de uma atividade empresarial ou profissional, algum perigo (risco) pode advir para alguém” (Sergio Cavalieri Filho, *Programa de Responsabilidade Civil*, 11.ed., São Paulo: Editora Atlas, 2014, p. 219).

Seria então a gestão de recursos de terceiros direcionada à renda variável, para investidores de baixa aversão ao risco, uma ‘atividade de risco’? Entende-se que não – nessa hipótese, a possível perda de valores pode decorrer até mesmo do adimplemento do contrato pelo gestor: como apontam Milena Donato Oliva e Pablo Renteria⁵⁵⁹ e conforme o subcapítulo 3.1.1.2, acima, este emprega somente seus melhores esforços.

No sentido antes ressaltado, a responsabilidade do gestor é subjetiva (inclusive, pela inaplicabilidade do supracitado art. 927, parágrafo único, do Código Civil) e as suas obrigações se caracterizam como de meio. O enquadramento da gestão de recursos de terceiros sequer compatibilizar-se-ia com a teleologia do instituto da “atividade de risco”, que estaria mais relacionada à proteção da *segurança*, assim entendida como a incolumidade física.⁵⁶⁰

Ademais, em termos de análise econômica, existem outros fundamentos para a distribuição de riscos promovida por um sistema legal de alocação de responsabilidades, como é o caso da supracitada norma. O risco em questão pode ser encarado como um “custo da atividade” de periculosidade intrínseca, uma – no linguajar próprio da análise econômica do direito – externalidade negativa da atividade.⁵⁶¹ Ao invés de proibir (ou restringir sobremaneira) a atividade, a mesma seria permitida à luz dos benefícios sociais que gera, mas a sua externalidade negativa configuraria falha de mercado, devendo ser endereçada pelo legislador. Então, até mesmo como corolário da função social dos contratos, quem gera tais

⁵⁵⁹ Milena Donato Oliva e Pablo Renteria, 2017, p. 34.

⁵⁶⁰ “A noção de *segurança* tem também uma certa relatividade; depende do casamento de dois elementos: a desconformidade com a expectativa legítima e a intensidade do risco criado pela atividade, isto é, a probabilidade que ela tem de causar dano. Caberá ao aplicado da norma aferir, em cada caso concreto, o grau dessa periculosidade e a exigência de segurança legitimamente esperada. O que se quer é uma segurança dentro dos padrões da legítima expectativa da coletividade. As atividades que geram obrigação de resultado, por exemplo, terão que ser prestadas com tal segurança que o resultado alvejado seja efetivamente alcançado – o passageiro terá que ser levado são e salvo ao seu destino. Nas atividades que geram obrigação de meio não haverá que se falar em defeito do serviço, ainda que o resultado não tenha sido alcançado, desde que a atividade tenha sido desenvolvida com a segurança esperada” (Sergio Cavalieri Filho, 2014, p. 222).

⁵⁶¹ “As falhas do mercado que examinaremos nesse capítulo se enquadra, na categoria geral das chamadas *externalidades*. Uma externalidade surge quando uma pessoa se dedica a uma ação que provoca impacto no bem-estar de um terceiro que não participa dessa ação, sem pagar nem receber nenhuma compensação por esse impacto. Se o impacto sobre o terceiro é adverso, é chamado *externalidade negativa*, se é benéfico, é chamado de *externalidade positiva*. Quando há externalidades, o interesse da sociedade em um resultado de mercado vai além do bem-estar dos compradores e dos vendedores que participam do mercado, passa a incluir também o bem-estar de terceiros que são indiretamente afetados” (Gregory Mankiw, *Introdução à Economia*, Tradução da 3ª edição americana por Allan Vidigal Hastings e revisão técnica de Carlos Roberto Martins de Passos, São Paulo: Cengage Learning, 2009, p. 204).

externalidades deve arcar com as mesmas, “internalizando-as”, e incluindo seus potenciais efeitos (e os custos securitários etc.) entre seus custos ou provisões.

Nesse sentido, se reitera que a atividade do gestor de recursos de terceiros não gera *a priori* externalidades negativas a terceiros estranhos ao contrato, e a objetivação de sua responsabilidade o forçaria a buscar cobrir riscos que, naturalmente, devem ser assumidos (e cobertos) pelo próprio investidor, caso inexistia violação ao dever de informação.

Outra solução desvirtuaria o negócio jurídico, que apenas faz sentido se a perda for possível: parte da própria utilidade dos investimentos no mercado de capitais envolve alocar recursos em segmentos de maior risco, que não teriam outro meio de se financiar, em troca às perspectivas de lucros mais elevados.

Justamente para alocar tais recursos, os investidores buscam o gestor de recursos, cuja atividade seria inviabilizada se fosse obrigado a mitigar riscos de seus clientes, para além dos encargos que já assume para afastar a imputação de má gestão. Assim, inclusive, se coloca Mário Tavernard Martins de Carvalho, ao reconhecer que a atividade desempenhada pelo administrador não é perigosa – mas que, pelo contrário, “o investimento em si é que enseja riscos”.⁵⁶²

Igualmente, age a CVM de forma adequada ao prever regras de concentração mínima e máxima em modalidades de investimento específicas para cada tipo de fundo de investimento, forma de alocação de riscos mais objetiva (que, caso descumprida, configurará de forma clara a má gestão) e menos custosa que a pura e simples objetivação da responsabilidade por atos de gestão. A eventual responsabilidade civil do gestor seguiria a regra geral da culpa, imputando-lhe, porém, má gestão se, *objetivamente*, ultrapassar os marcos estipulados pela CVM em alocação de riscos pré-determinada para a tipologia dos fundos de investimento. Noutras palavras, a CVM já determina a exposição máxima ao risco para alguns dos diferentes tipos de fundo de investimento, “objetivando” parte da conduta do gestor de recursos de terceiros, cuja responsabilidade, para todos os fins, segue subjetiva. É, certamente, técnica mais vantajosa ao mercado que a simples objetivação de toda a sua conduta, reduzindo, assim, custos de transação e assimetria informacional, e ainda conferindo

⁵⁶² “Inicialmente, insta salientar que a atividade desempenhada pelo administrador do fundo não é perigosa. O investimento em si é que enseja riscos. O administrador somente presta os serviços de administração daqueles recursos. Não seria plausível responsabilizar o administrador por maus resultados. Isso provocaria um desequilíbrio na relação entre cotistas e administradores, o que desestimularia estes a praticarem essa atividade” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 134).

suficiente discricionabilidade (dentro da “moldura” estabelecida), para que eleja os ativos específicos em que investirá.

Há, então, modelo diverso de alocação de riscos, que não exige a alteração das normas gerais de responsabilidade civil. Nesse sentido, como forma de alocar *parte* dos riscos ao administrador, se exige deste uma conduta específica (não descumprir limites de concentração impostos pela CVM), que, se descumprida, pode deflagrar a responsabilização em bases “praticamente” objetivas. A responsabilidade do administrador seguirá subjetiva, mas se exige deste uma conduta firme, específica, compreendida no mesmo escopo das atividades de gestão que configurariam a sua responsabilidade subjetiva.

Seria uma forma, assim, de se criar um “núcleo duro” em meio às obrigações associadas à gestão, garantindo que uma parte mínima de um risco que de outra forma seria integralmente assumido pelos investidores seja repassado ao administrador e gestor que, perante eventual descumprimento dos limites de concentração de ativos, passam a responder de forma muito próxima à da responsabilidade objetiva.

3.1.2 A posição central do administrador do fundo de investimentos, a delegação de funções e a responsabilidade pelos atos de outros agentes do fundo. As diferenças entre a responsabilidade civil e a administrativa dos prestadores de serviços do fundo

O administrador do fundo de investimento assume posição central em sua composição. Como antes apontado, a retenção do poder de gestão discricionária por si ou pelo gestor compõe fator decisivo, que justifica a unitariedade e a segregação da massa patrimonial, possibilitando que persiga a sua finalidade. É este o responsável por originar um fundo em negócio unilateral, redigindo e registrando a primeira versão de seu regulamento e, portanto, formando-o enquanto patrimônio separado.⁵⁶³

Como reconhece a doutrina, os deveres do administrador de fundo – à semelhança daquele vinculado à sociedade anônima, conforme os parâmetros fixados pela Lei das S.A. –

⁵⁶³ Note-se, assim, que a Resolução CMN nº. 3.334/2005, em seu art. 3º, parágrafo único, I, autoriza que o administrador de fundos de investimento subscreva inicialmente até R\$ 10 milhões, em período limitado a 360 (trezentos e sessenta dias), caso se faça necessário de fato originar o patrimônio separado antes que receba a subscrição de seus cotistas.

podem ser sintetizados em “três deveres básicos: diligência, lealdade e obediência (às normas aplicáveis e ao regulamento)”.⁵⁶⁴ Ainda, consoante o art. 78 da ICVM nº. 555/2014, o administrador cumula todas as funções relacionadas à administração dos fundos de investimento (tanto em termos de administração fiduciária, quanto de gestão), a menos que as delegue para terceiros, autorizados e contratados pelo fundo para o seu exercício.

Nesse sentido, em respeito ao mesmo art. 78 da supracitada instrução, o administrador delega seus poderes aos terceiros, contratando-os em nome do fundo e, como impõe o art. 79, § 1º, mantém a obrigação de efetuar “prévia análise e seleção do contratado”. Portanto, em princípio, não responderia pelos atos dos demais agentes, salvo se comprovada a sua *culpa in eligendo* – se responsável pela contratação de prestadores evidentemente inaptos ou sem a qualificação necessária (decorrente do art. 79, § 1º, da ICVM nº. 555/2014) –, ou a sua *culpa in vigilando*, – na hipótese de deixar de acompanhar adequadamente a atuação dos outros prestadores de serviços do fundo (que teria base no art. 90, X, da mesma instrução).⁵⁶⁵

Todavia, a supracitada instrução, em seu art. 79, § 2º, expressamente impõe ao administrador que contratualmente preveja a responsabilidade solidária com os demais prestadores de serviço do fundo no que diz respeito às atividades de gestão, tesouraria, controle e processamento dos ativos financeiros e de escrituração da emissão e do resgate de cotas. Como assevera Eduardo Cherez Pavia, a CVM entenderia que o administrador atuaria como um verdadeiro *gatekeeper* do fundo⁵⁶⁶ – o que, contudo, não explica a exata razão de apenas algumas atividades seguirem associadas a tal dever.

⁵⁶⁴ “Embora as normas relativas aos fundos de investimento tendam a ser mais analíticas, pode-se, assim como acontece nas sociedades anônimas, resumir as obrigações dos administradores em três deveres básicos: diligência, lealdade, e obediência (às normas aplicáveis e ao regulamento)” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 130-132).

⁵⁶⁵ “O administrador, além da responsabilidade por todas as atividades do fundo, tem também aquela *in eligendo* e *in vigilando* em relação ao gestor por ele escolhido. Nesse sentido, o administrador deve verificar se o gestor está cumprindo os objetivos do fundo. Caso isso não ocorra, ele tem o dever de destituí-lo. O gestor, por sua vez, executa a política de investimentos, supervisionado pelo administrador. Pode-se dizer que a responsabilidade do administrador e do gestor se equipara em suas respectivas esferas de atuação” (Norma Jonssen Parente, 2016, p. 257). Ver, ainda: “Tendo em vista o comportamento externo do agente, ou o modo como deixa ele de observar a regra de conduta, diz-se que há *culpa in vigilando*, quando uma pessoa falta ao dever de velar, ou comete uma desatenção quando tinha a obrigação de observar; [...] *culpa in eligendo*, quando há má escolha de uma pessoa a quem é confiada uma certa tarefa. Esses são aspectos peculiares do comportamento, todos abrangidos no conceito genérico de um desvio de comportamento por parte do agente” (Caio Mário da Silva Pereira, *Responsabilidade Civil*, 7.ed., Rio de Janeiro: Forense, 1996, p. 71-72).

⁵⁶⁶ “Ainda, com base nos deveres de análise prévia à contratação e à contínua fiscalização dos serviços contratados, por parte do administrador, a CVM enxerga no administrador fiduciário o guardião do cotista, o verdadeiro *gatekeeper* do fundo” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 118).

Provavelmente, a *ratio* deste dispositivo revolve em torno das atividades mais fundamentais ao fundo, das quais não pode o administrador prescindir controle ou domínio ou mesmo, tomando por empréstimo um conceito consumerista, integrariam parte dos “riscos internos” de sua atividade. São atividades que compõem a estrutura mais básica de qualquer fundo, garantindo o seu mínimo funcionamento, às quais o administrador ao menos deve exercer vigilância constante. Ademais, são atividades que estariam no alcance técnico de quem se propõe a ser administrador de fundos de investimento, ao passo em que as demais funções previstas no art. 78, § 2º, da mesma instrução são opcionais, podendo ou não ser observadas de acordo com a diversa tipologia dos fundos.

Questão curiosa se coloca caso o administrador simplesmente não inclua a cláusula de solidariedade exigida pelo art. 79, § 2º, da ICVM nº. 555/2014. Certamente, ele estará sujeito à responsabilidade administrativa junto à autarquia (a seguir tratada), mas poderiam os cotistas demandar como se solidariedade houvesse? A resposta, se entende, seria afirmativa. A não inclusão da cláusula de solidariedade não deixa de ser omissão imputável ao próprio administrador, atraindo os preceitos da responsabilidade civil subjetiva por negligência. Ainda, o § 3º do mesmo dispositivo reforça tal conclusão, ao cominar ao administrador a responsabilidade por “prejuízos decorrentes de atos e omissões próprios a que der causa, sempre que agir de forma contrária à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM”.

Tal solidariedade acaba por impor ao administrador relevante alocação de riscos, na prática obrigando-o a observar a conduta de praticamente todos os demais prestadores de serviços do fundo, em especial aqueles que exercem atividades com relação às quais há previsão de responsabilidade solidária.

Contudo, por mais protetiva que seja esta disposição, se efetivamente observada também terminaria por elevar os custos associados aos fundos de investimento, já que seus administradores precisariam empregar uma custosa estrutura de acompanhamento. O que ocorre na prática, porém, seria o oposto: com a aguerrida concorrência no mercado de fundos, há pressão pela redução de taxas de administração e dificilmente os administradores observam atentamente a conduta dos demais prestadores. Esta circunstância seria problemática aos administradores, não fosse a raridade em que seus cotistas os acionam.

Referida circunstância não escapa à crítica doutrinária, que reconhece no gestor – quase sempre existente, mesmo em fundos de baixa complexidade – a figura verdadeiramente central aos fundos de investimento, que idealiza a sua formulação, controla suas decisões

centrais e até mesmo atrai investidores.⁵⁶⁷ De fato, melhor caminhariam as normas que regem os fundos se reconhecessem no gestor, quando previsto, a responsabilidade geral com relação às obrigações dos prestadores do fundo. Não apenas está o gestor melhor colocado para tanto, fato corroborado pela prática do mercado: também usualmente lucra mais, com a imposição de taxa de performance, a justificar tal alocação de riscos também sob um critério econômico.

Inclusive, não há solidariedade entre gestor e administrador no caso específico dos fundos de investimento em participações (FIPs), por força do art. 33, § 4, da ICVM nº. 578/2016, alterado pela ICVM nº. 589/2017. Também se cogita a razão para tanto: como os FIPs têm por objeto exercer posição de participação efetiva em sociedades, a gestão assume caráter muito mais especializado, específico à realidade e mercado das pessoas jurídicas investidas. Extrapolaria, portanto, a mera gestão de recursos no escopo do mercado de capitais, fugindo ao que usualmente se espera dos administradores de fundos de investimento. Ainda, deve-se notar que os FIPs são fundos estruturados, com regulamentação própria e reservados aos investidores qualificados ou profissionais (consoante ao art. 4º da ICVM nº. 578/2016), que terão maior domínio sobre os atos dos prestadores de serviços do fundo.

Não há solidariedade em qualquer caso, porém, no que tange à responsabilidade administrativa, de natureza distinta da civil. Enquanto a responsabilidade civil se destinará à reparação de danos causados aos cotistas, a administrativa reside no poder punitivo exercido pela CVM (apurada e cominada em processo administrativo próprio, que tramita junto à autarquia), pelo descumprimento das normas aplicáveis aos fundos de investimento e aos profissionais a estes relacionados. A inexistência de vínculo de solidariedade decorre não apenas da falta de cominação expressa (considerando que “não há solidariedade que se presuma”),⁵⁶⁸ mas também pela literal disposição do art. 79, § 4º, da ICVM nº 555/2014.

⁵⁶⁷ “Considerando as atividades de gestão descritas acima, pode-se concluir que o gestor é o verdadeiro coração do fundo de investimento, especialmente nos casos dos chamados gestores independentes, que seriam aqueles não diretamente vinculados a grandes instituições financeiras. No entanto, contrariando essa ideia, até o presente momento, a regulação insistiu em definir o administrador como responsável legal do fundo, a quem incumbe contratar – inclusive – o gestor, idealizador do produto, o que muitas vezes causa distorções no dia a dia da atividade” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 133). Ver, ainda: “O administrador e o gestor possuem papéis essenciais na indústria, sendo o primeiro considerado pela CVM como *gatekeeper* do fundo e o segundo o verdadeiro tomador de decisões acerca dos investimentos da carteira” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 159).

⁵⁶⁸ “Levando em conta o *fim* para que se constitui a solidariedade, a lei declara que não se presume. Para uma obrigação ser *solidária* é preciso que as partes, ou a lei, assim a definam, de modo expresso. Esse princípio é repellido nos Códigos alemão e italiano. São fontes da solidariedade o *negócio jurídico* e a *lei*. Daí a distinção entre *solidariedade negocial* ou *contratual* e *solidariedade legal*, assumindo esta a forma especial da *responsabilidade* cumulativa quando a obrigação de indenizar por ato ilícito incumbe a várias pessoas” (Orlando Gomes, *Obrigações*, 16.ed., Rio de Janeiro: Forense, 2004. p. 77).

Tal previsão é reforçada pela noção de que a responsabilidade administrativa decorre do poder de polícia da CVM⁵⁶⁹ e que, portanto, tem natureza sancionatória, análoga à do direito penal,⁵⁷⁰ não sendo possível estender a pena para além do responsável pela infração, como anota Mário Tavernard Martins de Carvalho:

O administrador dos fundos de investimento, bem como os terceiros contratados, descumprindo suas funções e deveres, poderão ser punidos pela CVM. Diferentemente da responsabilidade civil, a responsabilidade administrativa prescinde de dano. A responsabilidade administrativa é específica e pessoal, podendo ser responsabilizadas tanto as pessoas físicas como as pessoas jurídicas. Não há, nessa seara, responsabilidade solidária, eis que essa responsabilidade somente pode ser imputada ao agente econômico transgressor das normas aplicáveis. Por intermédio do processo administrativo sancionador, no qual se admite direito ao contraditório e à ampla defesa, a CVM poderá aplicar diferentes penalidades.⁵⁷¹

3.1.3 Parâmetros para a possível aplicação do Código de Defesa do Consumidor às relações entre cotistas e prestadores de serviços do fundo. As categorias de investidor (investidores qualificados e profissionais)

Indagação relevante às relações entre os prestadores de serviços do fundo de investimento e os cotistas diz respeito à possível aplicação do Código de Defesa do Consumidor (CDC), suscitando diferentes posições.

⁵⁶⁹ “A CVM, no exercício da regulação do mercado de capitais, edita normas e fiscaliza seu cumprimento, instaurando processos e punindo descumprimentos. Exerce, portanto, função normativa e fiscalizadora, aí incluídas a supervisão e a aplicação de sanções” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 80). No mesmo sentido: “A CVM, dentre as suas atribuições, possui o poder de regulamentar as matérias relativas ao mercado de valores mobiliários. Nesse contexto, a autarquia emite principalmente instruções normativas, que disciplinam os institutos consoante sua competência. Essa prerrogativa normativa deve ater-se aos limites legais, tanto no que se refere à abrangências como na impossibilidade de contrariar qualquer texto legal. Ao lado disso, a CVM possui a função de fiscalizar o mercado de valores mobiliários, as respectivas práticas e os agentes que nele atuam. A CVM pode requisitar informações de instituições públicas, examinar e extrair cópias de documentos de companhias abertas ou fundos de investimento, apurar irregularidades de conduta, etc.” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 73).

⁵⁷⁰ A tal analogia, contudo, cabem ressalvas: “No entanto, a natureza sancionadora do processo não justifica por si só uma aplicação por analogia da doutrina penalista. Isso porque o processo administrativo sancionador ocorre ainda dentro do âmbito das normas administrativas. Assim, a lei geral do processo administrativo federal (Lei 9.784/1999) dispôs em seu art. 69 que os processos administrativos que têm leis específicas são por elas regidas, com aplicação subsidiária da lei geral. São aplicáveis, no entanto, os princípios de direito adequados a qualquer restrição de direitos” (Norma Jonssen Parente, 2016, p. 719).

⁵⁷¹ Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 137-139.

Entre a doutrina que trata especificamente do tema, nota-se a prevalência da posição que afasta a sujeição de tais relações ao código consumerista, usualmente justificando que se trata de investimento próprio ao mercado de capitais, o qual seria estranho às relações consumeristas e compreenderia riscos intrínsecos – persistindo também a posição que defende que este mercado não comportaria os “resultados” da aplicação do CDC e mesmo, erroneamente, se sustentando que o regime consumerista seria inaplicável pelo fato de investimento não configurar um “serviço essencial”.⁵⁷²⁻⁵⁷³

Em sentido análogo, há também posição que defende a sua não aplicação sob a justificativa de que um fundo equivaleria a uma sociedade, qualificação pretensamente suficiente a afastar o CDC dado o (suposto) vínculo personalíssimo entre as partes.⁵⁷⁴ Como se discutirá abaixo, todavia, tais posições pecariam por sua simplicidade excessiva – desde já se negando, contudo, a última tese, pois também já rejeitada a qualificação apriorística dos fundos como sociedades.

Ainda, Nelson Eizirik igualmente sustenta a inaplicabilidade do CDC à relação entre cotista e prestador de serviço do fundo, uma vez que não seria aquele “o destinatário final da cadeia bancária, conforme exige o próprio CDC (artigo 2º)”,⁵⁷⁵ invocando, assim, parâmetro

⁵⁷² “A aplicação desses dispositivos provocaria insegurança aos participantes do mercado, em razão, por exemplo, de eventual possibilidade de responsabilização solidária de terceiros contratados pelos fundos em caso de prejuízos, além de ensejar grande subjetivismo, pois é difícil precisar quais seriam os resultados que razoavelmente se esperariam da aplicação em fundos de investimento [...] Contudo, ao se observar, atentamente a relação entre administrador e cotistas no fundo de investimento, conclui-se não se tratar de relação tipicamente de consumo. [...] Ademais, em conformidade com o já citado art. 3º, §2º, do Código de Defesa do Consumidor, para ser configurado ‘serviço’, nos termos desta lei, este deve ser fornecido no mercado de consumo. As cotas dos fundos de investimento são valores mobiliários, representativas de investimento, e não mero consumo. Observa-se que não se trata de um produto ou serviço essencial, mas sim de investimentos, recursos disponíveis que poderiam ser aplicados em diversos segmentos e/ou produtos” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 233-234).

⁵⁷³ Todavia, em sentido contrário, veja-se: “A propósito, entendemos que, em regra, o Código de Defesa do Consumidor aplica-se às relações que envolvem fundos de investimento, nos termos dos acórdãos relacionados, não obstante haver argumentos em sentido contrário, baseados no fato de que, sendo investimento, não há caracterização de consumo. No entanto, a responsabilização do gestor e/ou administrador decorreria da falha na prestação de serviços, nunca em virtude de mera existência de perdas financeiras, uma vez que a obrigação dos prestadores, conforme já mencionado, é de meio e não de resultado, assim como o investimento em fundos envolve um risco intrínseco” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 170).

⁵⁷⁴ Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 233-234.

⁵⁷⁵ Nelson Eizirik *et al.*, 2008, p. 106. Ver, ainda, nas palavras do mesmo autor: “A instituição financeira presta ao investidor um serviço de intermediação de recursos, através do repasse de valores adquiridos por meio de operações bancárias realizadas com outros agentes. O investidor, por sua vez, utiliza tais recursos na aplicação de sua carteira de ativos, com o fim de aumentar o montante nela investido. Ou seja, o investidor não consome os recursos repassados pela instituição, pois os reinveste em novas aplicações, com o objetivo de multiplicar seus rendimentos” (Nelson Eizirik *et al.*, 2008, p. 106).

semelhante ao finalismo mitigado, próprio da jurisprudência do STJ.⁵⁷⁶ Na exata oposição ao que defende o autor, contudo, se coloca julgado do mesmo STJ, indicando que o “intuito de lucro” do investidor não o descaracteriza como destinatário final e, da mesma forma, tratar-se-ia de prática comercial do administrador, inserindo-o na cadeia de consumo.⁵⁷⁷

Da mesma forma, porém, a doutrina consumerista que aprecia a questão explicitamente o faz de forma relativamente lacônica, sustentando a incidência do CDC com base no Enunciado nº. 297 da Súmula da Jurisprudência Dominante do STJ, a qual afirma que “o Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras”, e na decisão do Supremo Tribunal Federal na Ação Direta de Inconstitucionalidade nº. 2.591, proposta em face da previsão do art. 3º, § 2º, do CDC.⁵⁷⁸

Igual rumo toma a jurisprudência, que mostra certa divisão sem, contudo, refletir pormenorizadamente acerca dos parâmetros concretos que justificariam a incidência do diploma consumerista: a corrente que defende a sua aplicação, ora majoritária, usualmente se limita a indicar as referências supracitadas,⁵⁷⁹ tendência refletida, também, na posição do

⁵⁷⁶ Ver nota de rodapé nº. 635 abaixo.

⁵⁷⁷ “Ora, é inegável que, entre o investidor e a instituição financeira, existe uma típica relação de consumo, ante a inafastável prestação de serviços que a entidade bancária realiza. Da mesma forma como ocorre com as aplicações em caderneta de poupança, nas aplicações em fundos de investimento as instituições financeiras obtêm remuneração com a aplicação dos recursos dos investidores, o que enquadra esses contratos no conceito de prática comercial. Ademais, em ambos os tipos de aplicações, evidente o intuito de lucro do aplicador, o que, ao contrário do que afirma o recorrente, não é suficiente para descaracterizá-lo como destinatário final” (STJ, REsp 1.164.235, 3ª T., Rel. Min. Nancy Andrighi, julg. 15.12.2011).

⁵⁷⁸ Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer, *Aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos administradores de fundos de investimento* in *Revista de Direito do Consumidor*, v. 61, jan./mar. 2007, p. 190. Ver, ainda: “Ao analisar a situação específica dos fundos de investimento, observa-se que o fundo de investimento, de acordo com o §2º do art. 3º enquadra-se no suporte fático previsto para serviço, uma vez que corresponde a atividade de natureza financeira oferecida ao mercado. De modo semelhante, o organizador do fundo de investimento, ao se sujeitar ao regime administrativo das normas emitidas tanto pelo BACEN quanto pela CVM e oferecer as quotas ao mercado, atua como fornecedor desse serviço específico, nos termos do caput do art. 3º do diploma legal. A caracterização do quotista do fundo de investimento como consumidor, nos termos do caput do art. 2º, depende da verificação de que este se utiliza do serviço como destinatário final e da sua vulnerabilidade no caso concreto. [...] A controvérsia a respeito da aplicação do CDC nas instituições, produtos e serviços financeiros atingiu os Tribunais, que enfrentaram a questão. O STF, ao julgar o mérito da ADI 2.591, proposta pelo Conselho Nacional do Sistema Financeiro – CONSIF contra a incidência do CDC nas relações bancárias, refutou a tese de que o regime normativo próprio do SFN excluiria a possibilidade de incidência do CDC. Na ocasião, o pleno do STF concluiu pela possibilidade de incidência do CDC nas instituições bancárias. De modo semelhante, o STJ já havia sumulado o entendimento de que as instituições financeiras se sujeitam ao regime do CDC” (Carlos Alexandre Corrêa Leite *et al.*, 2015, 274-276).

⁵⁷⁹ “APELAÇÃO CÍVEL. CONTRATO BANCÁRIO. FUNDO DE INVESTIMENTO BASA SELETO. ILEGITIMIDADE PASSIVA. REJEITADA. APLICAÇÃO DO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. RISCOS DA ATIVIDADE. RECURSO CONHECIDO E PARCIALMENTE PROVIDO. [...] Contudo, no caso concreto, entendo que deve ser aplicado o Código de Defesa do Consumidor por se tratar de legislação especial, aplicável aos contratos bancários em geral, conforme, já decidiu o STF, através

STJ;⁵⁸⁰ e a corrente que a afasta – ora extremamente minoritária – toma por base a pretensa falta de vulnerabilidade desta categoria de investidores ou mesmo ao fato de ser “contrato financeiro típico”.⁵⁸¹

da ADIN nº 2591. Assim sendo, não resta dúvida quanto à aplicação dos princípios previstos no CDC da boa-fé objetiva e a justiça contratual, os quais devem permear as relações contratuais, sobretudo as relações de consumo” (TJPA, Apelação Cível nº. 2007.3.005672-5, 2ª Câmara Cível Isolada, Rel. Des. Dahil Paraense de Souza, julg. 24.11.2008). No mesmo sentido: “PROCESSO CIVIL E CIVIL. AÇÃO CIVIL PÚBLICA. FUNDOS DE INVESTIMENTO. RENDA FIXA. PERDAS NO ANO DE 2002. SÚMULA 297/STJ. CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. APLICABILIDADE. VIOLAÇÃO DO DEVER DE INFORMAR. INOCORRÊNCIA. RISCO INERENTE AO INVESTIMENTO. OSCILAÇÕES DE MERCADO. CIÊNCIA DO CONSUMIDOR-MÉDIO. RECURSO IMPROVIDO. Trata-se de relação de consumo, uma vez que o investidor contratou os serviços de instituição especializada, objetivando a melhor remuneração do seu capital. Com efeito, considerando o teor da Súmula 297/STJ, segundo a qual ‘O Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras’, corroborado pelo Pleno do Supremo Tribunal Federal, no julgamento da ADI 2591, Rel. Min. CARLOS VELLOSO, inevitável é a aplicação, na espécie, do artigo 14 deste diploma legal, em especial o inciso II do § 1º” (TRF-3, Apelação Cível nº. 0027680-61.2006.4.03.6100, 3ª Turma, Rel. Juiz Convocado Roberto Jeuken, julg. 7.2.2013). E, ainda: “PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS. FUNDOS DE INVESTIMENTOS. HEDGE 60. PERDAS EM DECORRÊNCIA DE MÁ GESTÃO. INDENIZAÇÃO. CABIMENTO. APLICAÇÃO DO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. [...] Registra-se, em primeiro plano, que o negócio jurídico havido entre as partes constitui-se de relação de consumo acobertada pela Lei 8.078/90, que, em seu artigo 3º, § 2º, considera como serviço ‘qualquer atividade fornecida no mercado de consumo, mediante remuneração, inclusive as de natureza bancária, financeira, de crédito e securitária, salvo as decorrentes das relações de caráter trabalhista’, resultando daí que as agências bancárias são prestadoras de serviços e os clientes, os consumidores finais, com quem firmam os mais diversos pactos, concernentes aos negócios financeiros. Tal entendimento acabou por ser consolidado pelo Colendo Superior Tribunal de Justiça, mediante a edição da Súmula 297: ‘O Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras’” (TJSP, Apelação Cível nº. 9123296-96.2006.8.26.0000, 34ª Câmara de Direito Privado, Rel. Des. Cristina Zuc, julg. 1.8.2011). Ainda: “Inicialmente, consigno que dispõe a Súmula 297 do Superior Tribunal de Justiça que o Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras, além de ter o Supremo Tribunal Federal decidido, recentemente, no julgamento da ADIn nº. 2.591, que os bancos estão sujeitos às regras do Código de Defesa do Consumidor na relação com seus clientes” (TJRS, Apelação Cível nº. 70041262783, 11ª Câmara Cível, Rel. Des. Antônio Maria Rodrigues de Freitas Iserhard, julg. 16.11.2011). E, na mesma esteira: “Consoante a jurisprudência do Colendo Superior Tribunal de Justiça, aplica-se o Código de Defesa do Consumidor aos contratos firmados entre instituições financeiras e seus clientes referentes a aplicações em fundos de investimento, nos termos da Súmula 297/STJ” (TJMG, Apelação Cível nº. 1.0024.09.735021-9, 12ª Câmara Cível, Rel. Des. Alvimar de Ávila, julg. 28.2.2013). Veja-se também TJES, Apelação Cível nº. 0004890-96.2009.8.08.0024, 3ª Câmara Cível, Rel. Des. Willian Silva, 25.9.2012; TRF-5, Apelação Cível nº. 0006575-83.2005.4.05.8500, 1ª Turma, Rel. Des. Fed. José Maria Lucena, julg. 21.8.2008; e TJMG, Apelação Cível nº. 321.457-5-29.11.2000, 3ª Câmara Civil, Rel. Juiz Dorival Guimarães Pereira, julg. 29.11.2000.

⁵⁸⁰ “Postula o recorrente, em primeiro lugar, que não seja aplicado o CDC. Entretanto, o presente caso revela, perfeitamente, uma relação de consumo, na qual os autores, pessoas físicas e destinatários finais, contrataram o serviço da instituição financeira para investir economias por eles amealhadas ao longo da vida. Ademais, consta do enunciado n. 297 da Súmula do STJ que ‘o Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras’ (STJ, REsp 656.932, 4ª T., Rel. Min. Antonio Carlos Ferreira, julg. 24.4.2014).

⁵⁸¹ “DIREITO CIVIL. DIREITO ECONÔMICO. FUNDOS DE INVESTIMENTO. DESVALORIZAÇÃO DE QUOTAS. RISCO DO NEGÓCIO. INSTITUIÇÃO FINANCEIRA. RESPONSABILIDADE DE INDENIZAR. INOCORRÊNCIA. CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. INAPLICABILIDADE. CONTRATO FINANCEIRO TÍPICO. [...] Não se aplica ao caso as disposições do Código de Defesa do Consumidor, pois, trata-se de contrato financeiro típico, próprio de investidor e não de consumidor de serviços financeiros” (TRF-3, Apelação Cível nº. 2005.61.12.002126-1, Turma Suplementar da 2ª Seção, Rel. Juiz Convocado Valdeci dos Santos, julg. 10.4.2008).

Não se trata, porém, de questão desimportante, que possa ser tratada sem a devida reflexão. Da aplicação do CDC a tal relação decorrerão importantes consequências, dentre as quais se observa a imputação de responsabilidade solidária entre os prestadores de serviço do fundo, independentemente de sua previsão normativa ou contratual: considerando que seria possível se reconhecer cadeia de fornecimento de serviços⁵⁸² ao investidor-consumidor, perante o lucro conjunto decorrente dos serviços prestados ao fundo;⁵⁸³ ou poder-se-ia recorrer à teoria da aparência, aplicada a partir de *standards* de avaliação de legítimas expectativas do investidor mais próprios do direito consumerista (e, portanto, mais favoráveis a este).^{584_585}

Em caso concreto, o STJ entendeu existir cadeia de consumo entre administrador e o gestor de fundo de investimento, considerando que o gestor é subcontratado pelo administrador, sendo a sua contratação facultativa e que, aos olhos do investidor não profissional (recorrendo também à supracitada figura da *aparência*), figurariam como partes

⁵⁸² “Alega ainda que na qualidade de gestora seria ‘mera contratada do administrador para a realização de investimentos com os recursos financeiros que compõem os Fundos’, competindo exclusivamente ao Banco Marka, por previsão regulamentar, ‘as atividades ligadas ao fornecimento de informações, custeamento de despesas de propaganda’. [...] Dessa forma, sendo a relação havida entre as partes de consumo, como restou decidido, incidem, portanto, as regras do CDC e, *in casu*, o art. 7º, parágrafo único, de modo que ambas se tornaram solidariamente responsáveis pelos atos praticados pelos demais integrantes da cadeia de consumo” (STJ, REsp 1.164.235, 3ª T., Rel. Min. Nancy Andrighi, julg. 15.12.2011).

⁵⁸³ Tal hipótese é, inclusive, confirmada pela jurisprudência que aplica a tutela consumerista às relações entre cotistas e agentes do fundo: “Portanto, o Banco da Amazônia S/A, no caso sob julgamento, funcionou como verdadeiro captador de recursos e condôminos para o fundo, logo, deve ser responsabilizado pelos riscos da atividade desenvolvida no mercado, pois não é justo que o apelante colha apenas os frutos benéficos de sua atividade, relegando para os seus clientes os prejuízos. No tocante a existência de culpa concorrente, o apelante afirma que o apelado poderia a qualquer momento retirar o valor investido e aplicá-lo em outro local” (TJPA, Apelação Cível nº. 2007.3.005672-5, 2ª Câmara Cível Isolada, Rel. Des. Dahil Paraense de Souza, julg. 24.11.2008).

⁵⁸⁴ “[H]á casos em que o Direito, em nome de determinados valores e diante de certos requisitos que serão examinados ao longo deste trabalho, confere eficácia a negócios que, a rigor, se considerados sob o ponto de vista *estritamente formal*, não poderiam se revestir de eficácia, porque realizados por pessoa que possui apenas a *aparência* de ter tais qualidades, mas, na realidade, falta-lhe titularidade ou legitimação para realizá-los” (Gustavo Birenbaum, *Teoria da Aparência*, Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2012. p. 15).

⁵⁸⁵ Nessa esteira, a jurisprudência: “Todavia, cumpre observar que o apelado não demonstra cabalmente ter cientificado a apelante de que o investimento no tal fundo “Amazônia Mix” seria gerido por outra instituição bancária, no caso, o Banco Santos, pois não junta prova de que a Telebomba Ltda. tomou conhecimento do prospecto colacionado às fls. 120-124 que menciona como gestor do fundo o Santos Asset Management Ltda. [...] Por certo ao aplicar no Fundo “Amazônia Mix” a apelante jamais considerou a hipótese de perder o capital, eis que acreditava estar confiando seu dinheiro ao Banco da Amazônia, instituição pública e por isso detentora de confiança e prestígio no seio da população, em especial dos amazônidas” (TJPA, Apelação Cível nº. 2008;3;007304-1, 2ª Câmara Cível Isolada, Rel. Des. Célia Regina de Lima Pinheiro, julg. 11.4.2014).

intermediárias na mesma relação contratual, voltada à mesma atividade.⁵⁸⁶ No caso concreto, tal posição fora reforçada pelo fato de ser notório (com base em apuração da CVM) que o gestor direcionava investimentos em ativos de empresa de seu próprio grupo econômico (que por sua vez, no caso, também figurava como custodiante), falhando em manter a segregação de atividades (a “*chinese wall*”) – ainda que o próprio acórdão ressalte que a configuração de cadeia de fornecimento independeria disso.⁵⁸⁷

Além disso, a impositiva solidariedade poderia ser também reforçada por outro efeito da aplicação do CDC – a nulidade de cláusulas contratuais que infrinjam o rol do art. 51, o que inclui a limitação ou transferência de responsabilidades a terceiros.⁵⁸⁸ Tal efeito poderá

⁵⁸⁶ “Principal questão a ser dirimida é saber se a subcontratação de instituição financeira gestora do fundo de investimento (no caso, a Santos Asset Management Ltda), em conjunto com agente custodiante dos títulos do fundo, responsável pela custódia e liquidação (no caso, Banco Santos S.A.), exime a administradora do fundo de sua obrigação perante o correntista [...] Com efeito, no caso, o Banco da Amazônia S.A., valendo-se da faculdade que lhe é conferida pelas normas regulamentares do setor, e depois das propostas recebidas por outras instituições, subcontratou a Santos Asset Management Ltda para a gestão do fundo de investimento em questão. Apenas a título de reforço de argumentação, ainda que se tratasse de imposição normativa do Bacen e da CVM, isso não afastaria e nem descaracterizaria o fato de se estar diante de uma cadeia de fornecimento executada pelo Banco da Amazônia S.A. - em uma ponta -, e a Santos Asset Management Ltda - na outra -, cabendo a esta a escolha dos papéis e valores mobiliários que comporiam a carteira do fundo. [...] Os §§ 1º e 2º do art. 57 da Instrução CVM n. 409/2004 - à qual se apegava o recorrente no desiderato de afastar sua responsabilidade - deixam claro que o gestor contratado é mero prestador de serviços da instituição financeira administradora do fundo, devendo esta responder solidariamente perante os cotistas por prejuízos causados na gerência dos valores investidos. [...] Por outro lado, segundo penso, a posição jurídica da administradora de fundos de investimento que subcontrata a gestão das carteiras do fundo enquadra-se perfeitamente no que preceitua o art. 34 do CDC [...] Nesse passo, para o consumidor, a instituição bancária apresenta-se sempre como o único fornecedor do serviço oferecido ao correntista, mostrando-se absolutamente irreal - ao menos do ponto de vista do investidor não profissional - a ideia de que o Banco possa subcontratar serviços importantíssimos ao sucesso do fundo, como é o caso da gestão da carteira, e o consumidor compactue com eventuais prejuízos causados por má gestão, por exemplo. Essa aparência de que a própria instituição bancária é a gestora do fundo, em nome do princípio da boa-fé, deve ser tutelada pelo direito” (STJ, REsp 1.187.365, 4ª T., Rel. Min. Luis Felipe Salomão, julg. 22.5.2014).

⁵⁸⁷ “Muito embora não esteja expresso nos autos, em pesquisa ao site da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, percebe-se que a Santos Asset Management Ltda. era mero braço financeiro do Banco Santos S.A., havendo, inclusive, condenações por irregularidades na gestão de fundos de investimento por direcionamento indevido de ativos ao próprio Banco Santos, e o reconhecimento de que a separação patrimonial entre as duas sociedades, de fato, inexistia, porquanto ‘o chamado ‘chinese wall’ não passava de mera formalidade, sem efeito prático’ (Acórdão CVM Processo Administrativo Sancionador n. 01/2005, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/inqueritos/2008/rordinario/inqueritos/IA%2001-05%20Banco%20Santos.asp>> Acesso em: 10 de maio de 2014)” (STJ, REsp 1.187.365, 4ª T., Rel. Min. Luis Felipe Salomão, julg. 22.5.2014).

⁵⁸⁸ Também neste sentido, a jurisprudência: “Nessa linha, ressalto que o artigo 51, inciso III, do Código de Defesa do Consumidor, estipula que as cláusulas contratuais concernentes ao fornecimento de produtos e serviços, que transfiram responsabilidades a terceiros, são nulas de pleno direito, desautorizando de tal forma, qualquer tentativa de isenção de responsabilidade do agravante, ou, imputação desta para terceiros, ou, ainda, ausência de nexo de causalidade entre seu comportamento danoso e do dano experimentado pelo agravado” (TJMA, Apelação Cível nº. 0000197-552005.8.10.0056, 2ª Câmara Cível, Rel. Des. Marcelo Carvalho Silva, julg. 1.3.2011).

inverter a alocação de riscos estipulada entre os agentes dos fundos, responsabilizando prestadores de serviços que não detêm domínio sobre a atividade de outros por seus atos.

Ainda, por decorrência da aplicação do CDC igualmente se verifica a corriqueira imposição da inversão automática do ônus probatório e da objetivação da responsabilidade civil do fornecedor, também observadas na jurisprudência.⁵⁸⁹ Possível, igualmente, sustentar que, perante a verificação da tutela consumerista, o dever de informação imputável ao administrador deverá ultrapassar os parâmetros estabelecidos pelas normas da CVM, uma vez que ao consumidor se presume hipossuficiência informacional, demandando padrão ainda mais elevado de fornecimento de informações.

Aspecto adicional e questionável, mas ainda tormentoso, diria respeito à aplicação do “direito de retratação” (ou de arrependimento) disposto no art. 49 do CDC, o qual garante prazo de 7 (sete) dias ao consumidor que desejar cancelar a aquisição de serviços ou produtos firmada à distância, ainda que imotivada⁵⁹⁰ – o que inclui a feita por meio da internet, hoje

⁵⁸⁹ “RESPONSABILIDADE CIVIL. CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. ATIVIDADE BANCÁRIA. FUNDO DE INVESTIMENTO. PERDAS. DANO MATERIAL E MORAL NÃO CONFIGURADOS. [...] Sendo objetiva a responsabilidade, não há que se falar sobre a intenção do agente. Para a indenização basta que a parte interessada mostre que o dano adveio de ato omissivo ou comissivo. A culpa, nesse caso, é presumida. Ademais, extrai-se da leitura do dispositivo em questão que a inversão do ônus da prova, neste caso, decorre da própria lei, nos termos do § 3º, inciso I” (TRF-3, Apelação Cível nº. 0001797-08.2003.4.03.6104, 5ª Turma, Rel. Des. Fed. Mauricio Kato, julg. 24.4.2017). Em igual sentido, TRF-5, Apelação Cível nº. 0006575-83.2005.4.05.8500, 1ª Turma, Rel. Des. Fed. José Maria Lucena, julg. 21.8.2008.

⁵⁹⁰ “Ademais, é conveniente destacar que o exercício do direito de arrependimento não pode estar condicionado a qualquer circunstância ou à existência de justificativa e tampouco pode ser renunciado pelo consumidor, já que não se trata de um direito disponível [...] a razão de ser da existência desse direito responde à necessidade de oferecer ao consumidor um mecanismo rápido e ágil para a desistência do negócio entabulado, sem que este tenha que recorrer ao Poder Judiciário ou ao Procon para tanto. Logo, não encontra guarida a apresentação de qualquer tipo de justificativa para o cancelamento da compra realizada pelo consumidor, por meios eletrônicos”. (Alberto do Amaral Júnior, Luciane Klein Vieira, *As recentes alterações no direito brasileiro sobre o arrependimento nas relações de consumo estabelecidas por meios eletrônicos: legislação atual e norma projetada* in *Revista de Direito do Consumidor*, v. 90/2013, p. 222); “Seria uma faculdade [o direito de arrependimento] unilateral do consumidor de resolver o contrato no prazo legal de reflexão, ser ter de arcar com os ônus contratuais normais da resolução por inadimplemento. O contrato formado a domicílio seria um contrato, por lei, resolúvel. [...] A resolução opera, então, de pleno direito, não necessitando a manifestação do Judiciário, bastando a simples manifestação de vontade do consumidor em desistir do contrato” (Cláudia Lima Marques, Antônio Hermann V. Benjamin e Bruno Miragem, *Comentários ao Código de Defesa do Consumidor*, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003, p. 604-605). No mesmo sentido: “Administrativo. Consumidor. Direito de arrependimento. Art. 49 do CDC. Responsabilidade pelo valor do serviço postal decorrente da devolução do produto. Conduta abusiva. Legalidade da multa aplicada pelo Procon. 2. O art. 49 do Código de Defesa do Consumidor dispõe que, quando o contrato de consumo for concluído fora do estabelecimento comercial, o consumidor tem o direito de desistir do negócio em 7 dias (“período de reflexão”), sem qualquer motivação. Trata-se do direito de arrependimento, que assegura o consumidor a realização de uma compra consciente, equilibrando as relações de consumo. 3. Exercido o direito de arrependimento, o parágrafo único do art. 49 do CDC especifica que o consumidor terá de volta, imediatamente e monetariamente atualizados, todos os valores eventualmente pagos, a qualquer título, durante o prazo de reflexão, entendendo-se incluídos nestes valores todas as despesas com o serviço postal para a devolução do produto, quantia esta que não pode ser repassada ao consumidor. 4. Eventuais prejuízos

meio tão comum para as operações do tipo.⁵⁹¹ Contudo, não obstante a aplicação do CDC ter a potencialidade de atrair esta discussão, tornando-a ainda mais imponente, este direito não seria oponível à aplicação em fundos de investimento por uma série de razões.

A uma, e como principais motivos para sua incompatibilidade com a aplicação em fundos de investimento, colocam-se dois dos fundamentos para o “direito de arrependimento” previsto no CDC, reiterados por Herman Benjamin, Leonardo Bessa e Cláudia Lima Marques:⁵⁹² (i) o intuito de evitar compras por impulso por parte do consumidor⁵⁹³ – o que não poderá ser o caso com tais investimentos, uma vez que, para sua realização, o consumidor precisa indicar expressa ciência dos riscos e informações associados ao fundo, como demanda o próprio art. 25 da ICVM nº. 555/2014; e (ii) a impossibilidade de, no caso de contratações à distância, o consumidor não possuir a capacidade de inspecionar bens pessoalmente⁵⁹⁴ –

enfrentados pelo fornecedor neste tipo de contratação são inerentes à modalidade de venda agressiva fora do estabelecimento comercial (internet, telefone, domicílio). Aceitar o contrário é criar limitação ao direito de arrependimento legalmente não previsto, além de desestimular tal tipo de comércio tão comum nos dias atuais” (STJ, REsp 1.340.604, 2ª T., Rel. Min. Mauro Campbell Marques, julg. 15.8.2013, grifou-se). V. tb: TJSP, Ap. Cív. 9207063-61.2008.8.26.0000, 33ª CDPriv, Rel. Des. Sá Duarte, julg. 10.5.2010; TJSP, Ap. Cív. 1011446-16.2014.8.26.0576, 31ª CDPriv, Rel. Des. Adilson de Araujo, julg. 14.4.2015.

⁵⁹¹ “O Código consagra o direito de o consumidor arrepender-se e voltar atrás em declaração de vontade que haja manifestado celebrando relação jurídica de consumo. O direito de arrependimento existe *per se*, sem que seja necessária qualquer justificativa do porquê da atitude do consumidor. Basta que o contrato de consumo tenha sido concluído fora do estabelecimento comercial para que incida, plenamente, o direito de o consumidor arrepender-se” (Ada Pellegrini Grinover *et al.*, *Código brasileiro de defesa do consumidor: comentado pelos autores do anteprojeto*, v. I, 10.ed., Rio de Janeiro: Forense, 2011. p. 562).

⁵⁹² “O objetivo é evitar compras por impulso. [...] No caso de comércio eletrônico (internet), a razão para o direito de arrependimento é a impossibilidade de contato físico com o produto. Por mais que se mostrem diversas fotos, sejam esclarecidas as características e qualidades do produto, nada substitui o contato direto do consumidor com o bem, fator imprescindível para uma decisão de compra” (Antônio Herman V. Benjamin, Claudia Lima Marques, Leonardo Roscoe Bessa, *Manual de Direito do Consumidor*, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 401).

⁵⁹³ “O art. 49 do CDC traz o direito de arrependimento para o consumidor que adquire produtos ‘fora do estabelecimento comercial’. Objetivando preservar a declaração de vontade livre do consumidor, coibindo a compra emocional e permitindo uma decisão racional e refletida, a norma estabelece que o consumidor pode, em sete dias e imotivadamente, devolver o produto adquirido nestas condições. [...] O direito de arrependimento vem para restaurar a igualdade entre as partes no que tange à intenção de contratar, protegendo o consumidor da contratação feita de maneira açoitada” (Fernando Eberlin, *Contratação refletida na sociedade de consumo: o direito de arrependimento como proteção do consentimento do consumidor* in *Revista de Direito do Consumidor*, v. 76, p. 59). Ver também João Batista de Almeida, *A proteção jurídica do consumidor*, São Paulo: Saraiva, 2006, p. 153.

⁵⁹⁴ “A interpretação deve prestigiar a finalidade da norma: proteger o comprador que, até o recebimento físico do bem, não pode examinar adequadamente o produto” (Antônio Herman Benjamin *et al.*, 2016, p. 402) V. tb.: “A finalidade do direito de arrependimento se vincula à necessidade de oferecer ao consumidor, que adquire produtos e serviços fora do estabelecimento comercial do fornecedor ou à distância, uma maior proteção, haja vista que este não entra em contato direto com a mercadoria ou com o serviço quando os adquire” (Alberto Amaral Jr. e Luciane Klein Vieira, 2013, p.12).

novamente, hipótese distante da participação em fundos de investimento, considerando que os recursos destinados a estes, assim como os ativos compreendidos no fundo, serão sempre escriturais, jamais compreendidos pela perspectiva de inspeção física e, ademais, o completo fornecimento de informações ao consumidor (como, inclusive, demanda o art. 40 da supracitada instrução) tornaria tal inspeção igualmente desnecessária.⁵⁹⁵

A duas, agregando-se ao fim de evitar compras “por impulso”, a doutrina e jurisprudência esclarecem que as aquisições fora do estabelecimento do fornecedor contariam, usualmente, com táticas agressivas de *marketing*, que pressionariam no sentido da contratação.⁵⁹⁶ Todavia, não é o que se vê com os fundos de investimento, cuja divulgação de informações e promessa de rentabilidade são extremamente restritas, ao que o fornecedor (administrador) sequer poderia – sem atrair para si série de outras responsabilidades – lançar mão de técnicas agressivas de venda.

⁵⁹⁵ “[...] existem alguns fatores que podem vir a tornar injustificável o direito de arrependimento. Em primeiro lugar, chamamos a atenção para o fator quantidade de informações disponibilizadas no anúncio pelo fornecedor. Tal variável pode servir como baliza para aferir o tamanho do déficit informacional e, por consequência, vir a influenciar a conduta do consumidor no momento da compra. Isto é, se o fornecedor disponibiliza todas as informações referentes ao produto ou serviço no site, fator que dispensa a análise física (presencial) do produto, não haveria, em regra, motivos para a utilização do direito de arrependimento. Se, diante da natureza do produto/serviço, ficar evidente que não se mostra necessário ou relevante o ato de ver, sentir, tocar ou cheirar o produto, e todas as demais informações foram disponibilizadas no site, não haveria razão para conceder o privilégio do arrependimento [...] Tal corrente se afigura razoável. Quando o consumidor detém todas as informações necessárias para a realização de uma compra refletida, assemelhando-se à condição daquele que compra no interior do estabelecimento comercial, não se mostra justificável a aplicação do direito de arrependimento” (Daniel Deggau Bastos, *Direito de arrependimento nas relações de consumo: desafios hermenêuticos e casos controvertidos* in *Revista de Direito do Consumidor (Revista dos Tribunais Online)*, v. 105/2016, p. 9-10). No mesmo sentido: “O art. 49 do CDC não deve ser aplicado ao comércio eletrônico, porque não se trata de negócio concretizado fora do estabelecimento do fornecedor. O consumidor está em casa, ou no trabalho, mas acessa o estabelecimento virtual do empresário; encontra-se, por isso, na mesma situação de quem se dirige ao estabelecimento físico. O direito de arrependimento é reconhecido ao consumidor apenas nas hipóteses em que o comércio eletrônico emprega *marketing* agressivo. [...] Desse modo, se o cliente contrata aplicação financeira por meio de homebanking, ele não tem o direito de se arrepender, a menos que as informações enviadas à sua tela tenham trazido elementos típicos de *marketing* agressivo” (Fábio Ulhôa Coelho, *Curso de direito comercial*, v. 3, São Paulo: Saraiva, 2013, p. 66).

⁵⁹⁶ “É que as vendas realizadas fora do estabelecimento, feitas à distância, se caracterizam fortemente pelo desconhecimento, por parte do destinatário, das qualidades e características do produto ou serviço adquirido e pela dificuldade de comparação com outros existentes no mercado. A manifestação da vontade não seria externada de maneira absolutamente consciente e indubitosa. Ao revés, muitas vezes o consumidor adquire o produto e tão somente na ocasião da entrega consegue perceber que a mercadoria não atende a suas expectativas legítimas. Trata-se de norma que objetiva também proteger o consumidor das agressivas estratégias de *marketing*, perante as quais fica diminuída a capacidade do consumidor de meditar acerca da conveniência do ajuste. Não raro, o consumidor se deixa levar pelo impulso, ou mesmo se mostra incapaz de dizer não à insistência habilidosa do vendedor, que bate na porta de sua residência ou se vale de telemarketing, terminando por adquirir produtos ou serviços de que não precisava; ou, pior ainda, que não teria como pagar sem grave sacrifício pessoal” (Daniel Deggau Bastos, 2016, p. 4); V. tb.: STJ, REsp 1.340.604, 2ª T., Rel. Min. Mauro Campbell Marques, julg. 15.8.2013.

A três, o direito de arrependimento também teria por base a posição desfavorável em que se encontraria o consumidor na compra fora do estabelecimento⁵⁹⁷ – mais uma vez, irrelevante à inversão em fundo de investimento, pois o meio de aplicação em fundos fora do estabelecimento de instituição financeira é exatamente o mesmo, que se dentro do mesmo.

A quatro, a aquisição de cotas de fundo de investimentos configura serviço de fruição imediata, ao que se concretiza o serviço no momento da cotização da aplicação no fundo (sendo o serviço em questão a intermediação ou a distribuição e colocação de cotas de fundo, já aperfeiçoado de forma permanente quando da cotização). Além disso, o modelo de operação deste serviço sequer comporta estruturalmente o exercício do direito de arrependimento, pois a reversão ao *status quo ante* prejudicaria todos os cotistas e inviabilizaria o cumprimento normal de suas disposições contratuais (hipótese semelhante à da aquisição de passagens aéreas),⁵⁹⁸⁻⁵⁹⁹ impedindo a perfeita busca por sua finalidade comum.

⁵⁹⁷ Rogério Tucci, *Direito de arrependimento do consumidor no comércio eletrônico* in *Revista do IBRAC - Direito da Concorrência, Consumo e Comércio Internacional*, v. 22/2012, p. 99- 18. V. tb.: “O prazo de reflexão ali previsto [no art. 49 do Código de Defesa do Consumidor] tem sua razão de ser na prática comercial exercida fora do estabelecimento comercial, quando a iniciativa do negócio é comumente do vendedor, posto o comprador em condições desfavoráveis para refletir sobre as propostas que lhe são apresentadas, sofrendo a insistência da oferta” (STJ, REsp 57.789, 4ª T., Rel. Min. Ruy Rosado, julg. 25.4.1995).

⁵⁹⁸ “Compra de passagem aérea pela internet. Direito de arrependimento. Informação sobre a política de preços. Assiste ao consumidor o direito de arrependimento, no prazo de sete dias, a contar da assinatura do contrato ou do recebimento do produto ou serviço sempre que a contratação ocorrer fora do estabelecimento comercial (art. 49, CDC). Essa proteção não ampara a compra de passagem aérea pela internet, por se tratar de contrato de transporte, regulamentado por normas especiais, sobretudo porque todas as informações referentes ao serviço são disponibilizadas ao consumidor, em especial, a política de preços relativa à passagem que será adquirida, que prevê regras para cancelamento e reembolso de valores pagos em caso de desistência. Embargos infringentes não providos” (TJDF, EIC 20120110360896, 2ª CC, Rel. Des. Jair Soares, julg. 3.11.2014). V. tb. TJRJ, ACP 0040776-88.2010.8.19.0001, 16ª CC, Rel. Des. Marco Aurélio Bezerra de Melo, julg. 13.1.2013.

⁵⁹⁹ “O último aspecto que queremos destacar é a dificuldade no tratamento dos contratos de serviços. Poderá o consumidor exercer o seu direito de arrependimento do art. 49, no caso de serviços já executados: como poderão eles ser ‘devolvidos’? Ou a regra do art. 49, que menciona expressamente o ‘serviço’, só se aplica aos serviços ainda não executados? Na interpretação que propomos acima, o direito de arrependimento é independente da possibilidade física da volta ao *statu quo ante* – o direito é assegurado para liberar o consumidor do vínculo contratual, sem ônus, devendo, porém, restabelecer o seu parceiro contratual, o fornecedor, na situação em que se encontrava antes da contratação. Neste sentido, seria possível ao consumidor exercer seu direito de arrependimento, mas teria de ressarcir o fornecedor pelo serviço já prestado. A pergunta que fica, portanto, é: qual seria o interesse do consumidor em exercer este direito nos casos de contratação de serviços prestados em domicílio, daqueles de execução imediata? Se o consumidor não se obrigou a mais nada além do pagamento do serviço, manter o vínculo contratual lhe será do maior interesse, porque facilita a reclamação do serviço eventualmente defeituoso ou incompleto. O caso dos serviços, porém, deverá merecer um exame mais acurado da jurisprudência, pois historicamente muitos dos serviços devem ser prestados em domicílio, por sua própria natureza. A norma alemã propõe a solução de afastamento do direito de arrependimento, se foi o consumidor quem solicitou ao fornecedor vir até sua residência para, por exemplo, consertar o fogão, a geladeira, pintar a casa, ou reformar o banheiro. Solução semelhante não ofende os princípios do CDC – bem ao contrário, se adapta perfeitamente à ideia de boa-fé

Rememore-se, ainda, que o exercício de direito de retratação por investidor prejudicaria a consecução do fim comum do fundo, que apenas se realiza a partir da comunhão de recursos, fundamental a qualquer patrimônio separado, natureza jurídica ora assumida aos fundos de investimento (ver subcapítulo 2.1 *supra*).

Por fim, como a doutrina já reconheceu,⁶⁰⁰ é também a possibilidade de arrendimento inviável caso a prática, consagrada pelos usos e costumes, da contratação de certo serviço ou produto se dê sempre fora do estabelecimento do fornecedor (como é precisamente o caso para os fundos de investimento, quase invariavelmente realizada pela internet).

A incidência do CDC configura questão de suma relevância às relações entre prestadores de serviço do fundo e seus cotistas. Logo, não poderá ser resumida à mera paráfrase de enunciados e precedentes, que genericamente reconhecem a aplicabilidade do CDC às instituições financeiras.

Pelo contrário, os critérios para a aplicação do CDC devem ser observados de acordo com as circunstâncias atinentes à relação entre os pretensos fornecedor e consumidor no caso concreto. Em outras palavras, não se afere a natureza consumerista do vínculo em abstrato ou de forma geral – a relação das partes deve justificá-la. Não seria possível, como se nota em doutrina,⁶⁰¹ previamente afastar a incidência do CDC sem observar a vulnerabilidade concreta das partes.⁶⁰²

obrigatória de ambas as partes, tanto na fase pré-contratual como contratual” (Claudia Lima Marques, *Contratos no Código de Defesa do Consumidor: o novo regime das relações contratuais*, 8.ed., São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. p. 974-975).

⁶⁰⁰ “O caso concreto é que vai determinar o que seja venda fora do estabelecimento comercial sujeita ao direito de arrendimento ou não. Se for dos usos e costumes entre as partes a celebração de contratos por telefone, por exemplo, não incide o dispositivo e não há o direito de arrendimento. [...] De outra parte, se for da essência do negócio a realização fora do estabelecimento comercial, não incide a norma sob comentário” (Nelson Nery Jr. *et al.*, *Código Brasileiro de Defesa do Consumidor: comentado pelos autores do anteprojeto*, 9.ed., São Paulo: Ed. Forense Universitária, 2007. p. 560).

⁶⁰¹ “Na estrutura organizacional dos fundos de investimento, são os cotistas os detentores de maiores prerrogativas, valendo destacar a competência privativa para deliberar sobre o aumento da taxa de administração, a alteração da política de investimento, a emissão de novas cotas, a fusão, a cisão, a transformação e a incorporação do fundo; podendo a assembleia inclusive substituir os próprios administradores. Tendo em vista as competências da assembleia de cotistas, observa-se que estes se encontram em posição de superioridade quando comparados ao administrador. Não se pode dizer, então, que o cotista seria vulnerável nesta relação” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 234). Ressalva-se, todavia, que caso tal raciocínio fosse procedente, pelo simples fato de consumidor ter a capacidade de resilir contrato ou demitir prestador vinculado a grande fornecedor, sua vulnerabilidade estaria afastada *a priori*. O consumidor, em geral, não dominará os elementos técnicos do mercado de capitais, já demonstrando vulnerabilidade em tal aspecto, perante o administrador e demais prestadores de serviços do fundo. Além disso, rememora-se que a influência em Assembleia dependerá do suficiente *quórum* – logo, individualmente,

Faz-se, então, referência à interpretação conferida aos arts. 2º e 3º do CDC pelo STJ, na formulação do critério do dito ‘finalismo mitigado’ ou ‘finalismo aprofundado’.⁶⁰³ Nesse sentido, serão reconhecidos como consumidores aqueles que contratam produtos ou serviços na condição de destinatários finais, mitigando-se tal parâmetro quando for reconhecida na parte a prevalência (ou a ausência) das modalidades de vulnerabilidade,⁶⁰⁴ que justifiquem a tutela consumerista.⁶⁰⁵ Mais tormentosa é a definição de fornecedor, uma vez que tipicamente a análise se limita à qualidade de consumidor. Ora se entende (na esteira da doutrina), todavia, que também se faz necessário que o fornecedor, para que seja assim reconhecido, deva

serão raros os casos em que cotistas terão esta influência, tornando tal lógica aplicável apenas às relações entre a coletividade de cotistas e os prestadores de serviço do fundo, e não entre estes e cada cotista individualmente considerado.

⁶⁰² “Ainda que – apesar da natureza dos fundos, das prerrogativas dos cotistas e de a essência da relação ser de investimento – entenda-se possível a configuração de relação de consumo, far-se-ia imperioso a efetiva verificação da vulnerabilidade no caso concreto” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 234).

⁶⁰³ “A jurisprudência do STJ se encontra consolidada no sentido de que a determinação da qualidade de consumidor deve, em regra, ser feita mediante aplicação da teoria finalista, que, numa exegese restritiva do art. 2º do CDC, considera destinatário final tão somente o destinatário fático e econômico do bem ou serviço, seja ele pessoa física ou jurídica. Pela teoria finalista, fica excluído da proteção do CDC o consumo intermediário, assim entendido como aquele cujo produto retorna para as cadeias de produção e distribuição, compondo o custo (e, portanto, o preço final) de um novo bem ou serviço. Vale dizer, só pode ser considerado consumidor, para fins de tutela pela Lei nº 8.078/90, aquele que exaure a função econômica do bem ou serviço, excluindo o de forma definitiva do mercado de consumo. A jurisprudência do STJ, tomando por base o conceito de consumidor por equiparação previsto no art. 29 do CDC, tem evoluído para uma aplicação temperada da teoria finalista frente às pessoas jurídicas, num processo que a doutrina vem denominando finalismo aprofundado, consistente em se admitir que, em determinadas hipóteses, a pessoa jurídica adquirente de um produto ou serviço pode ser equiparada à condição de consumidora, por apresentar frente ao fornecedor alguma vulnerabilidade, que constitui o princípio motor da política nacional das relações de consumo, premissa expressamente fixada no art. 4º, I, do CDC, que legitima toda a proteção conferida ao consumidor. A doutrina tradicionalmente aponta a existência de três modalidades de vulnerabilidade: técnica (ausência de conhecimento específico acerca do produto ou serviço objeto de consumo), jurídica (falta de conhecimento jurídico, contábil ou econômico e de seus reflexos na relação de consumo) e fática (situações em que a insuficiência econômica, física ou até mesmo psicológica do consumidor o coloca em pé de desigualdade frente ao fornecedor). Mais recentemente, tem se incluído também a vulnerabilidade informacional (dados insuficientes sobre o produto ou serviço capazes de influenciar no processo decisório de compra)” (STJ, REsp nº. 1.195.642, 3ª Turma, Rel. Min. Nancy Andrighi, julg. 13.11.2012).

⁶⁰⁴ Ver nota de rodapé nº. 541 acima.

⁶⁰⁵ “O *favor debilis* é, pois, a superação da ideia – comum no direito civil do século XIX – de que basta a igualdade formal para que todos sejam iguais na sociedade, é o reconhecimento (presunção de vulnerabilidade – veja art. 4º, I, do CDC) de que alguns são mais fortes ou detêm posição jurídica mais forte (em alemão, *Machtposition*), detêm mais informações, são *experts* ou profissionais, transferem mais facilmente seus riscos e custos profissionais para os outros, reconhecimento de que os ‘outros’ geralmente são leigos, não detêm informações sobre os produtos e serviços oferecidos no mercado, não conhecem as técnicas de contratação de massa ou os materiais que compõem os produtos ou a maneira de usar os serviços, são, pois, mais vulneráveis e vítimas fáceis de abusos. É a vulnerabilidade que aqui chamaremos de vulnerabilidade técnica, vulnerabilidade jurídica (ou econômica), vulnerabilidade fática (ou monopolística) e a vulnerabilidade informacional” (Antonio Herman V. Benjamin, Claudia Lima Marques, e Leonardo Roscoe Bessa, 2016, p. 51).

oferecer os seus produtos ou serviços no mercado – ou seja, em oferta disponível ao público, em caráter padronizado ou próximo.⁶⁰⁶

Existiriam, portanto, alguns pressupostos que fundamentariam a aplicação do CDC às relações estabelecidas entre cotistas e prestadores de serviços do fundo. Caso o investidor participe do veículo como meio para repassar seus resultados a terceiros, viabilizando a sua própria atividade profissional, por exemplo, não se afiguraria como consumidor.⁶⁰⁷ Igual raciocínio poderia ser aplicado às instituições de previdência pública ou privada, a diversos investidores institucionais, ou mesmo às pessoas que investem em nome de terceiros.

Igualmente, e em aplicação do dito ‘aprofundamento’ da corrente finalista, seria possível afastar o CDC das hipóteses em que o cotista, ainda que destinatário final dos rendimentos, possui evidente domínio dos aspectos informacionais, técnicos e econômicos aplicáveis ao investimento, hipótese também já apreciada pela jurisprudência.⁶⁰⁸ Por outro lado, mesmo a pessoa jurídica de pequeno porte, distante do domínio do investimento – mesmo aquela que aplique os seus recursos como um meio de incrementar o patrimônio vertido a seu objeto social –, figuraria como um consumidor em concreto.

Em conclusão, um outro parâmetro poderá ser considerado, na prática, em contrariedade à aplicação do CDC: o não oferecimento de um fundo no mercado, como no caso dos fundos exclusivos ou feitos sob medida, como aqueles voltados a investidores institucionais ou no âmbito da atividade de *private banking*. Tais serviços estarão provavelmente excluídos do mercado de consumo, hipótese na qual não deveria ser aplicada a lei consumerista.

Deve se consignar, contudo, que mesmo o oferecimento público do fundo não é fator que atraia uma lógica “tudo ou nada”: há fundos mais expostos à oferta massificada do que

⁶⁰⁶ “Nesse sentido, por conseguinte, é que são considerados todos quantos propiciem a oferta de produtos e serviços no mercado de consumo, de maneira a atender às necessidades dos consumidores, sendo despicando indagar-se a que título, sendo relevante, isto sim, a distinção que se deve fazer entre as várias espécies de fornecedor nos casos de responsabilização por danos causados aos consumidores, ou então para que os próprios fornecedores atuem na via regressiva e em cadeia da mesma responsabilização, visto que vital a solidariedade para a obtenção efetiva de proteção que se visa a oferecer aos mesmos consumidores. Tem-se, por conseguinte, que fornecedor é qualquer *pessoa física*, ou seja, qualquer um que, a título singular, mediante desempenho de atividade mercantil ou civil e de forma habitual, ofereça no mercado produtos ou serviços, e a *jurídica*, da mesma forma, mas em associação mercantil ou civil e de forma habitual” (Ada Pellegrini Grinover *et al.*, 2011, p. 47-48).

⁶⁰⁷ Ver precedente destacado na nota de rodapé nº 646, a seguir.

⁶⁰⁸ Veja-se o precedente do STJ destacado na nota de rodapé nº. 550 acima, no qual, mesmo que tenha se aplicado o CDC, foi considerada a falta de vulnerabilidade técnica do consumidor, que possuía domínio sobre o objeto do investimento, sabendo que o mesmo comportava alto risco.

outros – a título exemplificativo, um fundo oferecido por um grande banco comercial a seus correntistas atrairá naturalmente investidores menos experientes (e em posição de maior vulnerabilidade) do que aquele oferecido a espécie restrita de investidor, com a exposição de seu adequado *suitability* (ver subcapítulo 3.1.1.3, *supra*).⁶⁰⁹

Portanto, ora se sustenta que, perante o vínculo contratual e de natureza bilateral estipulado entre cada um dos cotistas e os prestadores de serviço do fundo (ver subcapítulo 2.3 acima), estabelecido no momento em que aqueles firmam o seu Termo de Adesão, a aplicabilidade do CDC deverá ser também verificada concretamente com relação à particular posição de cada cotista. Certamente, alguns dos parâmetros se destinarão ao fundo como um todo (como o fato deste ser ou não ofertado no mercado), mas outros demandarão a observação da exata condição de cada cotista (se este apresenta elementos de vulnerabilidade técnica, econômica ou informacional, e se participa como destinatário final).⁶¹⁰ Esta circunstância poderia trazer grande incerteza ao administrador e demais prestadores de serviço do fundo: por mais que possam supor que em um fundo simples e amplamente oferecido no mercado, a maior parte dos cotistas atrairia em seu favor a vigência do CDC. Ainda assim, a dúvida poderia subsistir caso algum investidor que participe de um fundo mais complexo ou restrito, se encontre (ou mesmo passe a se encontrar, por circunstâncias supervenientes) em situação de maior vulnerabilidade.

Há, porém, parâmetro imposto pela CVM para suavizar esta problemática. Como impõem os arts. 9º-A e 9º-B de sua Instrução nº 539/2013, a autarquia reconhece duas categorias diferenciadas de investidor, o “investidor qualificado” e o “investidor profissional”. Entre as suas exigências para reconhecer aquele, se colocam algumas alternativas, como (i) o exercício da atividade de investimentos em caráter profissional; (ii) a aprovação em exame de certificação profissional, que ateste a capacidade técnica do investidor; (iii) o investimento de

⁶⁰⁹ “Por mais que haja um incremento recente nas práticas relativas à *suitability*, a perseguição dessa adequação não é tão recente. A CVM já demonstrou por diversas vezes a intenção de definir os produtos disponíveis e a própria regulamentação aplicável consoante o perfil do investidor. Um exemplo claro é a previsão expressa da possibilidade de o fundo de investimento ser destinado exclusivamente aos chamados investidores qualificados. Há uma presunção absoluta de que estes tenham conhecimento do mercado e possuem melhores condições de analisar os riscos assumidos” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 97-98).

⁶¹⁰ “A caracterização da vulnerabilidade no caso dos fundos de investimento deve levar em conta os aspectos fáticos, técnicos e econômicos. No caso concreto, a verificação de vulnerabilidade não deve se restringir ao aspecto puramente econômico. Devem ser avaliados simultaneamente o grau de conhecimento do quotista-consumidor em relação ao mercado no qual pretende investir e a prestação de informações suficientes para que este possa tomar sua decisão de investimento, assumindo sua parcela nos riscos do empreendimento. Uma vez verificada a relação de consumo entre ambos, aplicam-se a esse liame todos os princípios de proteção ao consumidor” (Carlos Alexandre Corrêa Leite *et al.*, 2015, p. 277).

ao menos R\$ 1 milhão no mercado de capitais, para além da assinatura de termo de ciência específico. Em contraste, a segunda categoria é reservada pela CVM apenas aos profissionais (que efetivamente exerçam atividade, não bastando possuir certificação), ou aos investidores estrangeiros, ou ainda aqueles com investimentos que ultrapassem os R\$ 10 milhões.

Múltiplas poderiam ser as razões por trás da *ratio* que dá base a tais categorias. Contudo, é evidente que a CVM apenas destina esta classificação aos investidores que reúnam elementos de experiência ou de domínio técnico, ou mesmo de suficiente pujança financeira cumulada à baixa aversão ao risco no mercado de capitais (a ponto de empregar vultoso montante e também assinar termo específico de risco, ou de se dispor a investir em outro país).

Possível, assim, verificar que se trata de investidores com menor vulnerabilidade, ao menos em princípio. Naturalmente, com relação aos fundos que exijam – por lei ou por regulamento (se facultativa, consoante os arts. 123 e 127 da ICVM nº. 555/2014) – que os seus participantes se enquadrem em uma destas categorias, se verificará indício contrário à aplicação do CDC, como também reconhecido em sede doutrinária.⁶¹¹ Ainda assim, não seria possível afastar a possibilidade de aplicação do CDC por completo e aprioristicamente sem a devida análise da posição concreta das partes, sempre necessária à consideração da tutela consumerista.

Logo, esta classificação também poderá servir de baliza ao emprego do CDC, uma vez que sujeitará a própria finalidade comum do fundo de investimentos, enquanto patrimônio separado afetado a certo fim: na hipótese cogitada, a aplicação de recursos de investidores de certo tipo. Por outro lado, a mesma premissa levará a conclusão diversa. O fundo que não se restringe à participação de investidores qualificados ou profissionais, mesmo que ainda receba aplicações destes, não reunirá tais elementos, com igual peso, no sentido de afastar a aplicação do CDC. Isso porque, neste caso, a finalidade comum exercida pelo fundo não estará limitada ao recebimento de ativos destas categorias de investidores. Certamente, o enquadramento de certo cotista em um destes estratos poderá contribuir para a inaplicabilidade do CDC com relação ao mesmo, mas não poderá afastar por completo a sua incidência: considerando que o investidor qualificado ou profissional poderá decidir participar do fundo sem dedicar as mesmas reflexão e cuidado que empregaria ao buscar um veículo restrito a tal categoria, assim formando legítima expectativa em base fática diversa.

⁶¹¹ “Assim, podemos generalizar entendimento de que não se aplica o Código de Defesa do Consumidor às relações de fundos destinados a investidores profissionais, ou até mesmo qualificados, conforme o investidor do caso concreto” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 171).

Em contraste, caso um investidor que não se enquadre nestas categorias (ou que deixe de se enquadrar) entre ou permaneça como cotista de um fundo restrito,⁶¹² persistirão dúvidas firmes a respeito da incidência do CDC, uma vez que a própria finalidade comum assumida pelo fundo – que, novamente, o unifica, fundamenta e afeta enquanto patrimônio separado – pesaria contrariamente ao reconhecimento da tutela consumerista.

Inclusive, esta exata hipótese é reiterada em acórdão do STJ:

Por óbvio que não se está a afirmar que todo e qualquer investidor é consumidor, porque há, no mercado de capitais, investidores profissionais que movimentam elevada soma de forma habitual e institucionalizada, não lhes remanescendo nenhum resquício da hipossuficiência necessária à caracterização da figura do consumidor. Segundo penso, há de se garantir a incidência do Código de Defesa do Consumidor ao investidor não profissional, de regra pessoa física, que vê a possibilidade de aporte em fundos de investimento como apenas mais um serviço oferecido pela instituição bancária, como qualquer outro investimento congênere.⁶¹³

Então, na presente ocasião se sustenta que as categorias de investidor, mais do que compor o adequado dever de informação (na forma do atendimento ao *suitability*), também se prestam enquanto instrumentos para o administrador mitigar alguns dos riscos associados à imprevisível e concreta orientação de sua relação com cotistas pela disciplina do CDC, afastando em certo fundo a entrada de potenciais investidores que, de forma quase “automática”, atrairiam este regime.

Apesar do exposto, e na forma já abordada (subcapítulo 3.1.2 acima), o reconhecimento do teor consumerista da relação entre cotista e prestadores de serviço do fundo não impõe a estes o ônus pelo mero desempenho dos fundos, mantendo a natureza de sua obrigação de gestão de recursos de terceiros como de meio, ainda que a sua responsabilidade passe a ser objetiva.

No modo exposto por Milena Donato Oliva e Pablo Renteria, mesmo o regime do CDC prevê a possibilidade da assunção de riscos pelo consumidor.⁶¹⁴ Nesse sentido, coloca-

⁶¹² Deve-se consignar que tal cenário não exclui a segura aplicação da proteção consumerista em favor do investidor não qualificado ou profissional (e que reúna os demais elementos fáticos para tanto) que inadvertidamente entre e/ou permaneça em tais fundos, motivado por falha no dever de informação do administrador ou de um dos prestadores de serviços do fundo.

⁶¹³ STJ, REsp 1.187.365, 4ª T., Rel. Min. Luis Felipe Salomão, publicado em 25.8.2014.

⁶¹⁴ “O fornecedor não pode repassar ao consumidor riscos que são próprios da sua atividade, por se entender que isso configuraria extrema desvantagem ao consumidor, ao arrepio do art. 51, IV e § 1º, do CDC. Nas obrigações de meios por outro lado, o consumidor assume o risco de não ver atingido o resultado esperado com o vínculo obrigacional, já que não integra a prestação do fornecedor o alcance desse resultado. Daí a importância de se identificarem os parâmetros pelos quais a assunção de riscos, pelo consumidor, quanto à

se o art. 14, § 1º, II, desta lei que, para fundamentar o defeito na prestação do serviço e configurar uma falha de segurança, demanda seja considerado “o resultado e os riscos que razoavelmente dele [do serviço em questão] se esperam”. Igualmente, há precedentes que reconhecem esta circunstância: mesmo que se aplique o CDC, os consumidores assumem os riscos das variações de mercado, que não deverão ser imputáveis ao gestor, dada a natureza de sua obrigação.⁶¹⁵

Como se nota, mesmo o investidor reconhecido como consumidor poderá sofrer perdas no curso de sua aplicação em fundos de investimento, sem que tal consequência afigure defeito na prestação do serviço. No sentido do art. 79, § 3º, da ICVM nº. 555/2014, o gestor apenas responde pelos atos de má gestão (ou seja: negligente, imprudente, imperita ou dolosa) ou de descumprimento da lei, do regulamento ou das normativas aplicáveis aos fundos.

O CDC, então, não se trata de carta branca ou de remédio aos riscos contratual e legitimamente alocados ao consumidor suficientemente informado. Caso contrário, o próprio funcionamento do veículo e a higidez de todo o mercado restarão comprometidos, considerando que a perda financeira é, sob qualquer cenário, uma possibilidade natural do investimento no mercado de capitais.

O consumidor poderá optar pela contratação de produtos ou serviços que compreendam certos níveis de risco, sem que se afigurem defeituosos. Ou seja, do próprio serviço, ainda que bem prestado, poderão decorrer resultados negativos, sem que exista

frustração do escopo pretendido, não se revele abusiva e se ajuste às suas legítimas expectativas” (Milena Donato Oliva e Pablo Renteria, 2017, p. 19).

⁶¹⁵ “Não pode ser considerado defeituoso serviço que não garante resultado (lucro) financeiro ao consumidor. Nos termos do art. 14, § 1º, II, do Código de Defesa do Consumidor, ‘o serviço é defeituoso quando não fornece a segurança que o consumidor dele pode esperar, levando-se em consideração as circunstâncias relevantes, entre as quais: o resultado e os riscos que razoavelmente dele se esperam’. Ocorre que, como dito, os fundos derivativos são investimentos agressivos, com alto risco, podendo proporcionar ganhos relevantes, mas também perdas substanciais. Destarte, sendo a perda do investimento um risco que pode, razoavelmente, ser esperado pelo investidor desse tipo de fundo, não se pode alegar defeito no serviço, sem que haja culpa por parte do gestor do fundo. Não há como presumir eventual má gestão do fundo, gestão fraudulenta ou propaganda enganosa, mormente quando as instituições financeiras são fiscalizadas pelo Banco Central do Brasil, não havendo indícios de que tenham descumprido normas e obrigações estipuladas. [...] A abrupta desvalorização do Real, naquela ocasião, embora não constitua um fato de todo imprevisível no cenário econômico, sempre inconstante, pegou de surpresa até mesmo experientes analistas de mercado financeiro, sobretudo diante da posição do Governo Federal à época, que sinalizava a manutenção da política cambial. Várias transações financeiras e negócios foram afetados, resultando em inúmeros prejuízos. Além disso, os gestores e administradores de fundo de investimento não poderiam ter informações privilegiadas quanto a procedimentos internos de Estado e de política pública na economia, o que legalmente nem seria admissível” (STJ, REsp 799.241, 4ª T., Rel. Min. Raul Araújo, julg. 14.8.2012).

qualquer defeito em sua prestação. Como já ressaltado (subcapítulo 3.1.1.2, acima), tal característica é intrínseca ao fato de a obrigação relacionada ser de meios.

O dever de informação do administrador, como também destacado (subcapítulo 3.1.1.3, *supra*), norteia a atividade de gestão de recursos, de forma que, se descumprido, poderá ocorrer defeito na prestação do serviço.⁶¹⁶ Como anotam Milena Donato Oliva e Pablo Renteria, porém, a “a obrigação de meios não pode servir a repassar riscos próprios da atividade do fornecedor ao consumidor. (...) Mostra-se essencial que a utilidade que objetivamente se pretende com o produto ou serviço efetivamente se restrinja aos melhores esforços a cargo do fornecedor”.⁶¹⁷ Todavia, na forma igualmente ressaltada anteriormente, o não atendimento ao dever de informação configura, por si só, descumprimento de obrigação de resultado, sendo este um dos deveres assumidos de forma firme pela administração do fundo de investimento.

Então, se reconhecida a incidência do CDC, a falha no atendimento ao dever de informação figurará defeito na prestação de serviço, atraindo a disciplina respectiva – da mesma forma que qualquer falha relacionada às demais atividades de administração fiduciária do fundo (controladoria, custódia, distribuição, execução de ordens etc.).

3.1.4 Decorrências da estipulação e da manutenção do contrato bilateral atinente aos fundos de investimento: o ingresso do cotista e a aplicação das normas atinentes ao contrato de adesão, e o caráter discricionário do ato de renúncia dos prestadores de serviço do fundo

⁶¹⁶ “O preceito denota a natureza jurídica de obrigação de meios do gestor dos fundos, que deve envidar seus melhores esforços para a obtenção dos rendimentos esperados, sem, contudo, comprometer-se a alcançá-los. Por isso que a alocação do risco de desempenho da carteira recai sobre o investidor. O gestor apenas responde se falhar na prestação do seu serviço, isto é, se o serviço for defeituoso, seja por deficiência na informação e, por conseguinte, na obtenção do consentimento informado do consumidor, seja por falha comprovada na gestão. O defeito reside, insista-se, não na perda patrimonial e, por conseguinte, nos prejuízos financeiros sofridos pelo consumidor, mas na má gestão, isto é, na gestão contrária ao regulamento (com destaque à política de investimento) e à legislação vigente, que, entre outras obrigações, impõe ao gestor o dever de agir com diligência e lealdade, buscando atender aos objetivos de investimento de seu cliente” (Milena Donato Oliva e Pablo Renteria, 2017, p. 34).

⁶¹⁷ “A assunção de riscos pelo consumidor deve ser compatível com a legítima expectativa decorrente da utilidade que se espera com o produto ou serviço. [...] Para que haja legítima obrigação de meios, não basta que o fornecedor assim designe sua prestação, ainda que devidamente informe ao consumidor as consequências de tal ajuste” (Milena Donato Oliva e Pablo Renteria, 2017, p. 36).

Peculiaridades específicas emergem a partir da natureza ambivalente das relações estabelecidas entre os cotistas e estes e os prestadores de serviço, as quais resultam em configuração semelhante à das sociedades. Como antes indicado (subcapítulo 2.2 acima), tais arranjos compreendem vértice estatutário e plurilateral (entre cotistas), conjugado a vértice contratual e bilateral (entre cada cotista e os prestadores de serviços do fundo, centralizados na figura do administrador). Desta peculiaridade surgem questões diversas: notadamente, a formação deste característico contrato se dá por exclusiva iniciativa do administrador, que estipula unilateralmente os termos iniciais do regulamento; passando a ser mantido sob o arbítrio da comunhão de cotistas que, mediante a deliberação por certo quórum, poderá alterar os termos do mesmo regulamento no curso da relação contratual.

De início surge, então, questão controversa: poderia tal negócio jurídico ser classificado como um contrato de adesão?⁶¹⁸ Preliminarmente, se assevera que tal disposição em nada se relaciona com a aplicação de preceitos do Código de Defesa do Consumidor, podendo ser imposta aos negócios jurídicos paritários ou àqueles em que o eventual desequilíbrio entre as partes não é suficiente a atrair a incidência do CDC (ver subcapítulo anterior) – refletiria, assim, apenas a limitação de uma das partes previamente debater o conteúdo contratual.

Com a assinatura do termo de adesão pelo cotista, o cotista estará aderindo aos termos propostos pelo administrador na forma do regulamento do fundo, ao que aplicar-se-iam às relações entre estes, *em tese*, as normas atinentes aos contratos de adesão (art. 423 e seguintes do Código Civil), perante a impossibilidade de prévia iniciativa do cotista na negociação de suas estipulações.⁶¹⁹ Caso inexistir qualquer possibilidade de o cotista negociar os termos do regulamento previamente à constituição do fundo, aplicar-se-ão as regras da adesão contratual e restará a paradoxal assertiva: após a subscrição das cotas, apenas os cotistas passam a ter, exclusivamente, a prerrogativa de alterar a substância do regulamento,⁶²⁰ no sentido do já citado art. 45 da ICVM nº. 555/2014.

⁶¹⁸ “Chamam-se *contratos de adesão* aqueles que não resultam do livre debate entre as partes, mas provêm do fato de uma delas aceitar tacitamente cláusulas e condições previamente estabelecidas pela outra” (Caio Mário da Silva Pereira, *Instituições de direito civil: Contratos*. p. 64).

⁶¹⁹ “O regulamento de administração apresentar-se-ia aos novos inversores, como um contrato de adesão” (Peter Walter Ashton, 1965, p. 185).

⁶²⁰ Ressalvando-se as alterações meramente formais, em expresse atendimento às disposições da CVM, ou em puro benefício dos cotistas (redução das taxas do fundo), as quais o administrador pode promover unilateralmente, consoante o art. 47 da ICVM nº. 555/2014.

Como, então, aplicar as disposições protetivas atinentes à adesividade contratual, em favor de parte (se considerada a coletividade de cotistas como parte) que pode, ao seu exclusivo arbítrio – em que pese a necessidade de atendimento a certo quórum –, alterar a configuração contratual? Novamente, tal avaliação apenas poderá ser realizada em concreto e sob perspectiva funcional, ao que seria necessário ponderar se, de fato, o cotista ou grupo de cotistas possuem o efetivo poder de realizar tais mudanças.

A uma, desde já seria possível afastar a aplicação das normas de tutela do aderente na relação entre prestadores do fundo e cotistas, se considerados em seu conjunto. A coletividade de cotistas, desde que atendido o suficiente quórum, sempre poderá realinhar, de forma quase imediata, os termos do regulamento; de forma a inexistir efetiva adesão por parte destes.

A duas, porém, o mesmo não ocorre quando vislumbrados os cotistas individualmente considerados. A menos que o cotista possua participação suficiente para promover alteração no regulamento, aplicar-se-ão as regras de proteção ao aderente no que tange à sua relação com o administrador e demais prestadores de serviço do fundo, mas apenas com relação às disposições mantidas incólumes desde a constituição do fundo. Apenas as disposições que sigam inalteradas por disposição dos cotistas poderão ser consideradas no escopo da proposta inicial do administrador, justificando o seu reconhecimento como contrato de adesão.

Tal conclusão também se fundamenta com base na possibilidade de o cotista exercer o direito de resgate do art. 45, parágrafo único, da ICVM nº. 555/2014, perante a sua discordância com relação a alterações ao regulamento efetuadas após a sua adesão ao fundo: de forma que o cotista dissidente terá alternativa, para além de seguir vinculado ao fundo, após alterações ao regulamento unilateralmente impostas pela maioria dos cotistas.⁶²¹

Tal questão se coloca como ponto relevante, uma vez que se afigura situação peculiar em que as regras da adesividade contratual poderiam ser aplicadas parcialmente: dado que decorre de relação contratual bilateral adesiva (entre cada cotista individual e o administrador), na qual um dos polos (sujeito ao atingimento de certo quórum) possui a prerrogativa unilateral de promover alterações posteriores. Em contraste, ao administrador (e demais prestadores) persistiria apenas a possibilidade de resilição unilateral (ou seja, renúncia) perante eventuais alterações ao regulamento a respeito das quais discorde.

⁶²¹ Como se discutirá a seguir (subcapítulo 3.2.2 abaixo), tal direito de resgate assemelha-se ao direito de retirada de sócio dissidente, previsto no art. 1.077 do Código Civil. Há grave obscuridade com relação ao exercício deste direito no âmbito dos fundos de investimento fechados, como se discutirá na passagem ora referida.

Exatamente por tal motivo, a possibilidade de resilição unilateral pelo administrador deve carrear caráter discricionário, podendo ser exercida a qualquer momento, unilateralmente e sem justificativa.⁶²² O administrador vê-se também submetido à possibilidade de alteração unilateral por exclusiva iniciativa da outra parte (pela coletividade de cotistas, que integra o polo oposto em sua relação contratual de natureza bilateral), sem, porém, dispor da tutela protetiva conferida pelo Código Civil aos aderentes. Portanto, como não poderia o administrador – e os demais prestadores do fundo – exercer a sua manifestação de vontade com relação às alterações do regulamento, a possibilidade de renunciar ao encargo sempre deverá seguir à sua disposição.⁶²³

Neste sentido, como os cotistas incorreriam em alteração dos termos do contrato ao qual o administrador e os demais prestadores de serviço se submetem – uma vez que o regulamento afeta e condiciona também os serviços prestados ao fundo –, seria natural que os prestadores possam sempre exercer a denúncia imotivada, sem incorrer em multas ou penalidades contratuais, em equilíbrio à obrigatória sujeição às alterações efetuadas por exclusiva motivação dos cotistas.

Por outro lado, permanece a dúvida da possibilidade de exercício e da extensão deste direito de resilição unilateral do administrador e dos demais prestadores de serviço do fundo. Poderia tal prerrogativa ser exercida a qualquer momento? A ICVM nº 555/2014 pouco diz a respeito, apenas mencionando em seu art. 93 que (especificamente) o administrador ou o gestor deverão ser substituídos em caso de “renúncia”. Em outras palavras, tais prestadores de serviço do fundo expressamente dispõem de tal prerrogativa, nos termos da regulamentação. São estes precisamente os prestadores de serviço do fundo aptos a exercer a atividade de gestão discricionária, cuja função compreenderia efetivos atos de fidúcia.

Seria, então, uma decorrência natural de qualquer relação fiduciária: se qualquer das partes, por qualquer motivo (inclusive, de foro íntimo), tem sua confiança abalada, a renúncia

⁶²² “Na hipótese de renúncia ou descredenciamento, o que independe da vontade dos cotistas, o administrador deverá convocar uma assembleia geral, a se realizar no prazo máximo de 15 (quinze) dias, para que se escolha o substituto. É facultado aos cotistas que possuem pelo menos 5% (cinco por cento) do total das cotas emitidas, ou a CVM no caso de descredenciamento, a convocação da mencionada assembleia. Em se tratando de renúncia, o administrador deve permanecer desempenhando suas funções até a substituição, sendo que esta deverá ocorrer em um prazo máximo de 30 (trinta) dias. Caso assim não se proceda, o fundo deverá liquidado pelo administrador” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 142).

⁶²³ “A renúncia de qualquer administrador tem a natureza de declaração receptícia de vontade, operando os seus efeitos desde o momento em que a correspondente comunicação escrita é entregue à companhia, mas, perante terceiros de boa-fé, resta a eficácia condicionada ao arquivamento e publicação do ato, podendo o próprio renunciante tomar essas providências” (José Edwaldo Tavares Borba, 2010, p. 409).

deve estar à sua disposição, considerando que a fidúcia tem sempre por base a manutenção de confiança entre partes – previsão semelhante à reservada aos administradores de sociedades.⁶²⁴

Mesmo a renúncia importa em ato unilateral e injustificado – como a doutrina aponta, direito potestativo de quem a exerce.⁶²⁵ O fato de a regulamentação editada pela CVM mencionar tal termo não se dá à toa. O administrador e o gestor sempre retêm a possibilidade de renunciar às suas posições perante o fundo de investimentos, e não apenas perante a alteração do regulamento do fundo por decisão dos cotistas, mas também pelo rompimento do vínculo fiduciário que caracteriza as suas prestações correspectivas.

Ao administrador ou ao gestor incumbe o exercício do poder discricionário de gestão dos recursos dos cotistas, de modo que se estabelece inequívoco vínculo fiduciário entre as partes,⁶²⁶ uma vez que o benefício do gestor não necessariamente se baseia no resultado obtido a partir da aplicação destes ativos,⁶²⁷ e sua obrigação, como antes indicado, afigura-se de meios.

Logo, a lei lhes prescreve dever análogo àquele observado no mandato ou na gestão de negócios de terceiros, nos quais se exige a aplicação da diligência que todo “homem ativo e probo” dedicaria, como se tais bens e direitos fossem seus.⁶²⁸⁻⁶²⁹

⁶²⁴ “Sendo ato de natureza unilateral, a renúncia independe de qualquer aceitação par que seja eficaz, bastando sua comunicação. Do mesmo modo ocorre com a destituição do administrador, que é ato unilateral do órgão que seja competente para elegê-lo, como lembra José Luiz Bulhões Pedreira, citando Merle (José Luiz Bulhões Pedreira; Alfredo Lamy Filho, 1996, v. II, p. 427). Portanto, entregue à companhia a comunicação da renúncia do administrador, esta passa a produzir efeitos perante a companhia, independentemente de qualquer ato do órgão que tenha eleito tal administrador, ou mesmo de qualquer resposta da companhia” (Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, v. II, p. 1.080).

⁶²⁵ “Do mesmo modo que à sociedade é assegurada a resilição unilateral, o administrador pode, a qualquer instante durante o período de gestão, fazer cessar o exercício de suas funções administrativas na companhia. Trata-se de direito potestativo do administrador, que independe de qualquer justificativa para seu exercício ou de aceitação pela companhia para que se torne eficaz” (Marcelo Barbosa Sacramone, *Administradores de Sociedades Anônimas: relação jurídica entre o administrador e a sociedade*, São Paulo: Almedina, 2015. p. 225).

⁶²⁶ “O administrador deve exercer todas as atividades relativas ao regular funcionamento e manutenção do fundo, observado o que a respeito dispuser as normas correspondentes e o regulamento. Trata-se, em verdade, de uma relação de fidúcia, pela qual o administrador presta serviços ao fundo e, indiretamente, aos cotistas” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 105).

⁶²⁷ Ver subcapítulo 2.2 *supra*, a respeito da opcional “taxa de performance”.

⁶²⁸ Ver nota de rodapé nº 528, acima.

Se coloca, assim, a questão de quando poderiam o gestor ou o administrador exercer sua prerrogativa de renúncia – e, mesmo, se os demais prestadores de serviços do fundo poderiam dispor do mesmo direito. Nota-se, preliminarmente, que, como antes ressaltado, o poder de gestão discricionária impõe posição única ao gestor, vez que as suas obrigações fundamentais são, por natureza, de meios, as quais justificam a imposição de deveres fiduciários – que dependem, em última análise, da relação de confiança entre as partes, a constituir a fidúcia então estabelecida.⁶³⁰

Portanto, aos demais prestadores de serviço não se disporia de tal prerrogativa que, ademais, sequer seria prevista pelas normativas da CVM, que apenas reservam as menções a respeito do direito de renúncia ao administrador e ao gestor do fundo. No sentido acima assinalado, a renúncia dos demais prestadores de serviço do fundo dependeria da verificação deste caráter fiduciário ou de previsão contratual específica. Caso esta inexistia, o eventual desligamento destes prestadores seguiria as hipóteses ordinárias de resolução contratual, previstas em lei ou em contrato.

Apesar desta ressalva, remanesce a dúvida: poderiam o administrador e o gestor exercerem o seu direito de renúncia a qualquer momento, e mesmo de forma infundada? Como anota a supracitada doutrina, a renúncia pode se dar por razão infundada, em ato unilateral e irrevogável, válido a partir de sua comunicação e, mais ainda, de acordo com corrente doutrinária, insuscetível *per se* de causar perdas e danos⁶³¹ (a menos, claro, que se

⁶²⁹ Paula Forgioni observa o emprego do critério do “homem ativo e probo”, próprio do Direito Comercial, como forma de avaliar a posição das partes no momento da contratação, pressupondo os cuidados mínimos que tomam a vincular-se a negócio jurídico, reduzindo assim custos de transação (2010, p. 120-122).

⁶³⁰ “Os administradores são os responsáveis pela constituição e por todos os atos atinentes à manutenção e ao funcionamento dos fundos de investimento. Como visto, trata-se, em verdade, de prestação de serviços, permeada por uma relação de fidúcia, sendo que os administradores deverão praticar todos os atos conforme os interesses dos reais titulares do patrimônio administrado, ou seja, os cotistas” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 128).

⁶³¹ “A renúncia constitui uma declaração unilateral receptícia do administrador, uma vez que produz os seus efeitos – desligamento do cargo e rompimento da relação jurídica – tão logo a companhia, destinatária do ato, dele tome conhecimento. A renúncia independe de qualquer ato da companhia para sua plena eficácia, bastando a comprovação de seu recebimento para que o administrador possa desligar-se de suas funções. Com efeito, não há necessidade de aceitação por parte da companhia; é suficiente o conhecimento do ato, não lhe cabendo interferir, protelar ou obstar a sua eficácia. A Lei das S.A. exige a forma escrita para que se possa comprovar a entrega da renúncia. Trata-se, o documento escrito, de meio de prova, não de elemento essencial à eficácia do ato. Assim, o administrador pode renunciar em reunião de diretoria ou de conselho, bastando o registro em ata para o seu aperfeiçoamento. Ao renunciar, não necessita justificar seu ato, embora seja comum, na prática, uma breve exposição sobre as razões da renúncia, normalmente protocolares, assim como agradecimentos à companhia e ex-colegas de administração. O renunciante não tem qualquer obrigação de permanecer no cargo até o seu preenchimento, porém, às vezes, aguarda a chegada de seu substituto, para não deixar o cargo vago, atuando como administrador de fato. Como a renúncia constitui um direito do

afigure disfuncional: para Marcelo Barbosa Sacramone, assim entendidas a renúncia injustificada inoportuna ou abrupta,⁶³² a representar abuso do direito, hipótese possível a qualquer exercício de posição jurídica).

3.2 As relações jurídicas entre os cotistas

Para além das relações jurídicas estabelecidas entre a comunhão de participantes do fundo e seus prestadores de serviços, há também relevante vínculo estabelecido entre os próprios cotistas, o qual é naturalmente impactado pelas decorrências de sua qualificação.

Logo, serão analisados a seguir alguns relevantes aspectos, notadamente na omissão das Instruções da CVM, e que poderiam ser melhor definidos a partir da qualificação ora proposta.

3.2.1 A natureza do vínculo entre cotistas e os interesses da comunhão de cotistas, e as dimensões dos conflitos de interesses

administrador, o ato não se reveste de qualquer ilegalidade; ainda que possa causar transtornos para a companhia, ela não pode pleitear perdas e danos do renunciante. A renúncia constitui ato incondicional e irrevogável. Renúncia condicionada a determinado evento não é renúncia, mas ameaça ou mera declaração da intenção de renunciar, que não produz qualquer efeito. Assim, por exemplo, o administrador que declara, mesmo que por escrito, que poderá renunciar se não aumentarem sua remuneração não está renunciando; trata-se de ato juridicamente ineficaz. Também não cabe a revogação da renúncia, podendo o administrador apenas retratar-se; o ato da retratação, se recebido pela companhia antes da chegada do documento de renúncia, sobre ele prevalece” (Nelson Eizirik, *A Lei das S/A Comentada – artigos 138 a 205*, 2.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, v. III, p. 103-105).

⁶³² Nesse sentido, observa-se a posição de Marcelo Barbosa Sacramone: “[D]esvanece diante da possibilidade de a resilição do mandatário gerar-lhe a obrigação de indenizar o mandante pelos prejuízos sofridos, na hipótese de a renúncia ser inoportuna ou abrupta. Por abrupta deve ser considerada a renúncia feita sem tempo suficiente para a nomeação de novo mandatário para a realização do ato. Inoportuna é a renúncia que, ainda que declarada com razoável antecedência, impede a realização do ato pelo mandante ou por outro mandatário, como na hipótese de início de execução pelo renunciante que a impeça. A renúncia inoportuna ou abrupta somente não gerará indenização se for justificada pelo renunciante. Não caberá indenização em face do mandante se o mandatário demonstrar que não podia continuar a executar o mandato sem prejuízo considerável a si ou a terceiro e que não lhe era possível substabelecer, quer em razão de cláusula contratual ou qualquer motivo razoável” (Marcelo Barbosa Sacramone, 2015, p. 226-227).

O primeiro e mais básico aspecto das relações entre cotistas que poderia ser abordado a partir da qualificação jurídica dos fundos de investimento diz respeito à natureza do vínculo que se forma entre cada participante do fundo, e quais seriam os interesses da comunhão de cotistas, para então se discutir os aspectos atinentes à vida organizativa deste veículo.

Como antes indicado (subcapítulos 2.1 e 2.4), os fundos de investimento não se confundiriam com as sociedades. Eventualmente, os fundos podem apresentar caracteres próprios da sociedade, funcionando efetivamente como uma e sendo assim qualificados – notadamente no caso dos fundos de investimentos em participações (FIPs) e dos fundos de investimento em empresas emergentes (FIEEs), nos quais os cotistas retenham o poder discricionário de gestão dos ativos (como se discutirá adiante, no subcapítulo 4.4). Todavia, como antes ressalvado, os fundos seguirão como patrimônios separados,⁶³³ sem personificação jurídica, a qual não poderia ser cominada sem previsão legal própria.⁶³⁴

Apesar disso, observa-se a possibilidade de vínculo incidentalmente verificado entre os cotistas, decorrente de sua posição jurídica, o qual encerra natureza estatutária. Como exposto, é possível que, de forma accidental ao fundo,⁶³⁵ os cotistas ponham seus interesses, obrigações e direitos em configuração plurilateral, – na qual inexistente contraposição de interesses, direitos e obrigações⁶³⁶ –, em particular perante deliberação em Assembleia de Cotistas.⁶³⁷ Tal caráter incidental é reforçado, como antes exposto (subcapítulo 2.4), pela natureza usualmente secundária (*rectius*, accidental) das Assembleias de Cotistas em fundo de investimentos, considerando que, geralmente, os cotistas não dirigem a atividade do fundo, tarefa própria do administrador e prestadores de serviço, distanciando-os das sociedades.

Esta configuração conferirá caráter associativo à relação entre cotistas, que ocupam posição peculiar, da qual decorrem efeitos característicos da inexistência de correspectividade em sua relação.⁶³⁸ Considerando que em vínculo de natureza plurilateral ou associativa se

⁶³³ Permita-se referir, ainda, às anotações específicas sobre negócio jurídico indireto, no subcapítulo 4.3 abaixo.

⁶³⁴ Ver subcapítulo 2.1 *supra*.

⁶³⁵ Consigna-se, como adiante tratado (subcapítulo 4.4.1 *infra*), que certos fundos – notadamente, os FIPs com poder de gestão na mão dos cotistas – incluem tal vínculo como aspecto ordinário, efetivamente qualificando-se, assim, como sociedades.

⁶³⁶ Ver nota de rodapé n.º. 267 *supra*.

⁶³⁷ Novamente, refira-se ao subcapítulo 2.4 acima.

⁶³⁸ Ver nota de rodapé n.º. 252 acima.

verificam obrigações e direitos sem ligação direta e sem previsão contratual expressa (como as responsabilidades de administração da sociedade, as quais são partilhadas pelos sócios, o adequado emprego dos bens de associação por todos os associados, entre outros), resta estabelecida relação própria de confiança entre as partes, que agiriam de acordo com o seu interesse comum, que deu causa ao contrato.⁶³⁹ Não à toa, as partes não terão remédios – para além da resolução contratual ou de penalidades eventualmente previstas em contrato –, para demandar o cumprimento específico das prestações sem previsão expressa, que decorrem apenas de seu dever de cooperação.⁶⁴⁰

Nesse sentido, às partes incumbe cooperar para atingir o seu interesse comum. Tal parâmetro surge por força da boa-fé objetiva, que impõe a legítima expectativa a todos os participantes do arranjo plurilateral, de que todas as partes que permaneçam vinculadas ao contrato sigam agindo em conformidade a tal interesse, que as une.⁶⁴¹ No caso das sociedades, tal vínculo é abrangido pelo escopo do *affectio societatis*, mas este não é exclusividade deste tipo de contrato.⁶⁴² Ainda que sem os elementos discricionários e personalíssimos do *affectio*

⁶³⁹ “Cabe indicar, ainda, a figura dos contratos *plurilaterais*, que são aqueles em que entram mais de duas partes, resultando todas obrigadas. Não se confundem com aqueles em que há simplesmente pluralidade de pessoas, já que, para nós, parte do negócio jurídico tem sentido direcional. A *pluralidade de partes*, como centros autônomos, ocorre nos casos (como na constituição de uma sociedade) em que vários contratantes emitem suas vontades, cada uma representando seus próprios interesses. O contrato *plurilateral* produz efeitos que se podem diversificar em relação a cada parte, podendo ser gratuito para uma, oneroso para outra etc.” (Caio Mario da Silva Pereira, *Instituições de Direito Civil: Contratos*. p. 58).

⁶⁴⁰ “O fundamento da extinção da relação obrigacional pela via resolutiva reside na exigência de ser mantido o justo equilíbrio entre as partes contratantes. Isso define os pressupostos de fato e de direito que devem estar presentes para o desfazimento do contrato na modalidade estudada. As obrigações devem estar relacionadas por intermédio de um vínculo sinalagmático de recíproca equivalência; fato superveniente há de quebrar essa harmonia contratual e marcar a frustração do fim visado no contrato, o que se dá pelo incumprimento, contrariando o interesse do credor não-inadimplente” (Ruy Rosado de Aguiar Júnior, 2004, p. 77). Ainda: “Na justificação do interesse prático da distinção entre essas duas categorias de contratos foi visto que somente os *bilaterais* comportavam a *exceptio non adimpleti contractus* e a *cláusula resolutiva tácita*. Do mesmo modo, as disposições relativas às *arras*, à *evicção* e aos *vícios redibitórios* somente a eles se aplicam. Há, por conseguinte, um complexo de normas destinadas exclusivamente a esses contratos, algumas de sua aplicação a todos, outras restritas a determinadas espécies” (Orlando Gomes, *Contratos*. p. 109).

⁶⁴¹ “É por direcionar a valores que a boa-fé objetiva, como um princípio jurídico que também é, conduz o agente – como todo princípio normativo (prescritivo) – a um ‘estado ideal de coisas’, sendo esse ‘estado ideal’ a ação proba, correta, leal (Código Civil, art. 422) em vista do adimplemento satisfativo, fim que polariza toda e qualquer relação contratual. Uma conduta pautada por essa finalidade há de ser seguida por ambos os participantes do vínculo, em atenção aos fins do contrato e ao que determina o programa contratual, sujeitando-os ‘à recíproca cooperação a fim de alcançar o efeito prático que justifica a própria existência do contrato’” (Judith Martins-Costa, *A boa-fé no direito privado: critérios para sua aplicação*, São Paulo: Marcial Pons, 2015. p. 264).

⁶⁴² “E assim se esclarece o verdadeiro significado da expressão *Affectio societatis* é apenas o consentimento, o elemento subjetivo comum e indispensável à formação de todo e qualquer contrato. Apenas, nos contratos de sociedade, em vez de se reduzir como nos demais a ‘instantâneo encontro de um pólo positivo e negativo,

societatis, a todos os contratos plurilaterais incumbiria algum grau de cooperação entre as partes, formando-se a legítima e recíproca expectativa de que agirão para a promoção do interesse comum.⁶⁴³

Cumpre, então, questionar que interesse seria este, no caso dos fundos de investimento. Ainda no contexto das sociedades, entende-se que tal interesse restaria consubstanciado no objeto social,⁶⁴⁴ consistente na atividade que motiva a manutenção da sociedade empresarial, resulta em sua eventual lucratividade aos sócios e na geração de elementos atinentes à função social da empresa (produtividade, impostos, empregos, inovação etc.) e, assim, justifica a sua segregação patrimonial.⁶⁴⁵ Da mesma forma, nos fundos de investimento, o interesse comum será, de forma análoga, correspondente à finalidade comum que fundamenta a segregação de seu patrimônio (ver subcapítulo 2.1 acima). Em outras palavras, o fim estipulado pelo regulamento do fundo, que anima a adesão dos cotistas, deverá ser o parâmetro que orientará a incidental cooperação entre cotistas.

Na direção antes estipulada, é natural que o vínculo entre cotistas possui menor intensidade que o dos sócios, uma vez que dispensa a persistência e pessoalidade típica das relações destes e que, ademais, o aspecto central aos fundos resta situado na retenção do poder exclusivo e discricionário de gestão de ativos pelo administrador ou gestor. Ainda assim, os cotistas terão interesse coletivo – qual seja, o de atingir a finalidade comum que lhes levou a ingressar em sua relação associativa. Tal interesse coletivo, porém, deverá ser conjugado a interesse individual, que verdadeiramente motiva os cotistas ao ingresso no fundo: seu interesse em obter a valorização individual de suas cotas, interesse este mais prevalente que

onde se acende a centelha da obrigação’, a *affectio* implica a permanência de uma intenção comum, cuja cessação acarretaria a cessação do contrato” (José Eunápio Borges, 1971, p. 265). Nesse sentido, observa Jacques Mestre (*L’évolution du contrat en droit privé français* in Jean Carbonnier et al., *L’évolution contemporaine du Droit des Contrats – Journées René Savatier*, Paris: Presses Universitaires de France, 1986, p. 51) que existiria *affectio contractus*, conceito que esgotaria o próprio *affectio societatis*, in senso a todos os contratos de prestação continuada, consistente na intenção das partes em manter o vínculo.

⁶⁴³ Ver nota de rodapé nº. 377 acima.

⁶⁴⁴ “A doutrina salienta que o objeto da entidade é a base da estrutura da sociedade comercial, sobre a qual se edifica todo o seu arcabouço” (Arnaldo Wald, *Direito de Recesso – modificações estatutárias não impugnadas tempestivamente que decorrem do término do prazo de concessão – descabimento daquele* in *Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial*, v. 3, dez. 2010, p. 1086).

⁶⁴⁵ Note-se, assim, que o art. 50 do Código Civil prescreve, especificamente, o fim estranho ao objeto social como causa da desconsideração da personalidade jurídica das sociedades. Veja-se, ademais, o subcapítulo 3.3.1 abaixo.

no caso das sociedades. Assim, reitera-se⁶⁴⁶ que aos cotistas seria indiferente se contarão com qualquer número de outros investidores no veículo, desde que o gestor consiga aplicar seus recursos de forma rentável (ou para a finalidade pretendida), contexto distinto da participação em sociedade, na qual a pluralidade de esforços constitui elemento básico do ajuste – em contraste ao fundo de investimentos, no qual a concentração de recursos e a pulverização de despesas desempenham papel semelhante.

Nessa direção, o fundo de caráter genuinamente coletivo pressupõe a dissipação de seus custos administrativos como motivação para o ingresso de cotistas, mas o exato volume de cotistas em que tal repartição se dará é, em geral, praticamente irrelevante.⁶⁴⁷

Por isso, possível inclusive identificar situações de conflito de interesses em suas relações, mesmo que esta condição seja mais comumente associada ao prestador de serviços do fundo que detém o poder de gestão de seus ativos.⁶⁴⁸ O conflito de interesses é situação jurídica que tem origem na contraposição de interesses, o “elemento subjetivo consistente na incompatibilidade de propósitos entre o representante e o representado”,⁶⁴⁹ quando aquele que possui poder discricionário sobre os direitos de outrem o emprega (ou *detém a possibilidade de empregar* – a depender da disciplina legal aplicável, contexto, ou da corrente doutrinária) em infração a seus deveres fiduciários, ou seja, em prejuízo do melhor interesse de outrem e em benefício próprio.⁶⁵⁰

É situação que configura impedimento expresso em diversas relações de natureza fiduciária – inclusive, no que tange à administração de fundo de investimentos (ver art. 92, I, da ICVM nº. 555/2014) e à gestão de recursos de terceiros (remita-se ao art. 16 da ICVM nº.

⁶⁴⁶ Ver subcapítulo 2.4 acima.

⁶⁴⁷ Considerando que, porém, é comum no mercado fixar valor mínimo para a taxa de administração (em que pese sua incidência usual em base percentual), há interesse em participação mínima em fundo de investimentos distribuído publicamente. Se trata, contudo, de situação extrema: para que o valor mínimo impacte os cotistas individualmente, o número de cotistas deverá ser excepcionalmente reduzido. Participação tão reduzida, da mesma forma, deverá resultar na consequente liquidação do fundo, conforme o art. 138 e seguintes da ICVM nº. 555/2014 (ver subcapítulo 3.3.3 a seguir).

⁶⁴⁸ “O conflito de interesses, nos fundos de investimento, pode decorrer da simples questão atinente ao valor da remuneração até a realização de operações com partes relacionadas em condições prejudiciais ao patrimônio do fundo ou a aquisição pelo fundo de títulos do próprio administrador” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 115-116).

⁶⁴⁹ Anderson Schreiber, *A representação no novo Código Civil* in TEPEDINO, Gustavo (coord.), *A parte geral do novo Código Civil: Estudos na perspectiva civil-constitucional*, 3.ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 250.

⁶⁵⁰ Para observações e anotações doutrinárias sobre o tema, ver o subcapítulo 4.4.3 abaixo.

558/2015). Porém, no contexto das sociedades, mais uma vez, há ampla literatura a respeito, sendo comumente observado o conflito de interesses de sócios e acionistas, quando o exercício de seus poderes de administração ou de deliberação colidirem com o melhor interesse da sociedade.⁶⁵¹ Tal melhor interesse, todavia, como antes indicado, consubstancia interesse comum dos sócios: a má utilização dos poderes destes viola não apenas os interesses de “terceiro” (a própria sociedade), mas os interesses mantidos em comum com as demais partes. No fundo de investimentos, há cenário semelhante: ainda que o fundo inexistia enquanto pessoa jurídica, a deliberação por um dos cotistas em situação de conflito de interesses implicará em mácula à finalidade comum, compartilhada por todos os aderentes do veículo. Há, então, conflito de interesses mesmo no diz respeito aos titulares de patrimônio separado, sempre que estes retiverem poder de gestão ou de deliberação, ao passo que tal limitação decorre de sua própria posição jurídica, sem depender de previsão específica em lei ou mesmo em contrato.

No caso dos cotistas, como o poder de gestão de ativos (a princípio) restará com o administrador ou gestor do fundo, tal conflito se resumiria ao exercício do direito de deliberação, em Assembleia de Cotistas. Neste sentido, o conflito de interesses apresenta situação análoga à das sociedades (o que, como já exposto, não as equipara aos fundos). O conflito se dará ao se contrapor o interesse comum ao interesse particular do cotista.⁶⁵² Portanto, cumpriria aplicar a mesma disciplina legal (e, na omissão das normativas da CVM e do regulamento), incidindo as regras do Código Civil e da Lei das S.A. relativas ao conflito de interesses de sócios e acionistas.

Logo, o conflito de interesses de cotista se configurará na medida em que exerça o seu direito de voto em contrariedade à finalidade comum e em benefício próprio. É possível cogitar alguns cenários em que o mesmo ocorreria, a título ilustrativo: o cotista que aprova a contratação de empresa de seu grupo econômico sob condições não equitativas, ou que vota pela liquidação ruínosa de posição do fundo em ações apenas visando ao prejuízo de concorrente. É uma espécie de conflito de interesses de difícil avaliação, ao exemplo daquele atinente às sociedades.⁶⁵³

⁶⁵¹ Por exemplo, Modesto Carvalhosa, 2003, p. 443 e ss., Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 365 e ss., Marcelo Barbosa Sacramone, 2015, p. 208 e ss.

⁶⁵² Mais uma vez, refira-se às notas de rodapé nº. 814 a 819, abaixo.

⁶⁵³ Ver subcapítulos 4.4.3 e 4.4.4 *infra*.

Neste sentido, importante destacar o papel central que o administrador exercerá como primeiro observador dos conflitos de interesses. Como a identidade dos cotistas é, a princípio, coberta pelo sigilo bancário,⁶⁵⁴ apenas o administrador terá prévio e inteiro controle de quem seriam os demais cotistas, e qual a sua posição ao exercer direito de voto em Assembleia. Vale, porém, destacar que o cotista que decide exercer tal direito deverá ter seu nome revelado no momento da deliberação, aos presentes. Isso porque aos outros cotistas deverá ser permitido exercer tal fiscalização e, na contraposição do sigilo bancário com a faculdade de exercício do voto, deverá prevalecer o interesse coletivo sobre a higidez da deliberação. Seria a declaração de voto incompatível com a manutenção do sigilo, configurando hipótese de levantamento voluntário (e temporário, apenas no ato da deliberação) do mesmo, por seu titular.

3.2.2 O exercício do direito de retirada por cotista dissidente

Segundo aspecto, a ser brevemente tratado em desdobramento do ponto anterior, diz respeito à possibilidade de direito de retirada (ou recesso) por cotista. Nas sociedades limitadas e anônimas há previsão legal expressa (arts. 1.077 do Código Civil e 137 da Lei das S.A.) que estipula o direito de retirada de sócio dissidente, que venha a discordar de alteração promovida pelos demais no contrato social.

Se trata, como observa Luiz Gastão Paes de Barros Leães, de direito potestativo do retirante, “exercível através de declaração unilateral de vontade, de natureza receptícia”, uma vez atendidos seus requisitos, constituindo, também, direito essencial do acionista, irrevogável e, uma vez exercido, irretratável.⁶⁵⁵

⁶⁵⁴ Veja-se o subcapítulo 2.4 acima.

⁶⁵⁵ Luiz Gastão Paes de Barros Leães, *O Recesso na Incorporação Reversa – empresas do Grupo Oi* in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 56, abr./jun. 2012, p. 352. Veja-se: “Caracterizado como direito potestativo (que atribui ao seu titular o poder de produzir determinado efeito na esfera jurídica de outrem, independente da vontade deste), o direito de retirada em uma sociedade anônima é exercido pelo acionista através de declaração unilateral de vontade, de natureza receptícia, colhendo os seus efeitos, uma vez recebida a declaração pela sociedade destinatária. Não está, assim, o recesso sujeito a nenhuma manifestação volitiva da companhia, expressando a sua concordância, para o aperfeiçoamento do ato de retirada, não obstante as consequências dessa declaração sobre a sociedade e o seu patrimônio” (Leães, 2012, p. 352). Ver, ainda: “O direito de retirada apresenta as seguintes características: é potestativo, decadencial, essencial, intangível, irrenunciável, a priori e de forma abstrata, irrevogável a posteriori no seu exercício após

Tal direito é de excepcional exercício – não comportando leitura ampliativa – e tem por base, justamente, a alteração das bases contratuais inicialmente estipuladas quando do ingresso de sócio no contrato social, à revelia de sua manifestação de vontade. Assim, como expõe Arnaldo Wald:

Reminiscência da ultrapassada concepção contratualista da sociedade, constitui o direito de recesso um aspecto da rescisão unilateral ou denúncia, entendida como forma de rescisão parcial do contrato de sociedade, justificada pela modificação das cláusulas essenciais que levaram os acionistas a subscrever ou adquirir as suas ações. Pode ser concebida como uma consagração legal, no campo societário, da cláusula rebus sic stantibus ou da teoria da pressuposição, que ambas são invocadas na área contratual. É um modo de conciliar a preponderância da vontade da maioria e os legítimos interesses da minoria, quando, discordando de uma modificação substancial da estrutura societária, contra ela se tenha manifestado no prazo legal. É um remédio excepcional de proteção aos não controladores contra o ato voluntário da maioria que pode ser considerado abusivo pelo fato de alterar as regras básicas que ensejaram a criação da empresa. A idéia de abuso e até de opressão da maioria, à qual se refere o Direito inglês, faz parte das condições necessárias para o exercício de recesso, que não se justifica diante da evolução normal da atividade societária, que se modifica em virtude das condições externas, de ato do príncipe ou até de fatores tecnológicos. A natureza excepcional do direito de recesso tem sido salientada pela doutrina, que não admite a extensão das hipóteses em que o mesmo é considerado cabível.⁶⁵⁶

Nesse sentido, note-se que nem toda a deliberação que provoque dissenso justificará tal retirada, – as decisões atinentes à administração regular da empresa não implicam na alteração das bases contratuais, sendo insuficientes para fundamentar a saída de sócio –, mas apenas, no caso das sociedades limitadas, a alteração do contrato social; e no das sociedades anônimas (de forma ainda mais restrita), apenas a mudança de objeto social ou outras matérias relacionadas no art. 136 da Lei das S.A.⁶⁵⁷ Os demais sócios podem promover alteração do

o conhecimento pela companhia, seja por escrito seja verbal na própria assembleia, desde que registrado em ata, exercido pessoalmente (credores do sócio não podem realizá-lo, por exemplo) junto à sociedade mediante declaração unilateral incondicionada de vontade, de natureza receptícia e a sociedade não pode discordar, somente comprovar se ela ocorreu ou não. Quanto à possibilidade de direito de recesso parcial, deve ser entendido que tal não é possível” (Eli Loria e Helio Rubens de Oliveira Mendes, *A utilidade do conceito do objeto social na disciplina das Sociedades Anônimas* in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 61, jul./set. 2013, p. 210-211).

⁶⁵⁶ Arnaldo Wald, *Direito de Recesso...*, p. 1.088.

⁶⁵⁷ “No intuito de coibir males dessa natureza, surgiram mecanismos para frear o poder da maioria, entre eles o direito de retirada do dissidente de deliberação da sociedade. Assim, o direito de retirada serve para a composição de interesses entre a maioria e a minoria dissidente, em determinados aspectos da vida social fixados em lei que transformem a companhia ou que alterem os direitos dos acionistas em geral ou de determinada classe. A possibilidade do acionista de retirar-se da sociedade integra seus direitos essenciais, nos termos do art. 109, V, da Lei das S.A., e nem a assembleia geral e nem o estatuto poderão excluir tal direito nos casos previstos na própria lei. Conforme dicção de Carvalhosa, tal solução concilia a concepção contratualista (bases essenciais) com os aspectos institucionais da companhia e, assim, a Lei das S.A. admite,

contrato, desde que atingidos os quóruns legais ou contratuais, mas o sócio que dissente das matérias listadas em lei terá o direito de resgatar sua participação, liquidando-a nos termos do contrato ou da lei.

Novamente, tal direito não se restringiria às sociedades, mas diria respeito a qualquer contrato plurilateral ou relação estatutária privada, vez que toma por base a alteração das bases objetivas do arranjo, como coloca a antes citada posição doutrinária. Como neste inexistem polos contratuais contrapostos, ao que todas as partes estão postas em posição igual, as suas alterações poderão ser promovidas pela coletividade, cuja deliberação far-se-á de acordo com os quóruns contratuais e legais. Logo, é possível que seja alterada por decisão não-unânime, que, todavia, vincularia todas as partes, unidas pelo liame contratual originário.

Igualmente, seria também manifestação normativa do princípio geral insculpido no art. 5º, XX, elevado a garantia fundamental do ordenamento brasileiro, pelo qual “ninguém poderá ser compelido a associar-se ou a permanecer associado”. Assim, “associar-se” se dá por qualquer vínculo de natureza plurilateral, e não somente ao se integrar os quadros sociais de pessoa jurídica. Por outro lado, a retirada se dá em hipóteses justificadas e normativamente previstas, como nas relacionadas à situação em comento.

Por isso, o direito de retirada seria decorrência natural da alteração contratual não-unânime que altere a substância do estatuto ou do contrato, de forma a prejudicar a motivação originária do dissidente. Seria decorrência da impossibilidade de se manter uma parte vinculada a contrato com relação ao qual não aquiesce a todos os termos essenciais. Na hipótese das sociedades limitadas, a lei estende tal direito a qualquer alteração promovida sobre o contrato social (reconhecendo o caráter essencialmente pessoal desta espécie de sociedade); na das anônimas, restringe a disposição apenas aos aspectos do estatuto social que podem efetivamente afetar os acionistas dissidentes e minoritários (que, então, não puderam exercer efetivo poder de voto sobre a deliberação).

Ademais, pela dicção do art. 999 do Código Civil, observa-se que as demais sociedades, para além das sociedades limitadas ou anônimas, requerem a unanimidade dos sócios para que se efetue alteração no contrato social, inexistindo previsão legal para retirada de dissidente – considerando ser desnecessária, pois sua alteração não comportaria dissidência.

com fundamento na teoria institucionalista, a deliberação por maioria qualificada a respeito de matérias que são consideradas básicas à existência e à organização da companhia na ótica contratualista. Dessa maneira, entende que o direito de retirada se configura como concessão à teoria contratualista” (Eli Loria e Helio Rubens de Oliveira Mendes, 2013, p. 210).

Assim, em análise das três previsões – gradativamente, das previsões mais às menos restritivas às mudanças: as sociedades em geral, as limitadas, e as anônimas –, nota-se que a lei confere crescente flexibilidade às sociedades com maior vocação à pluralidade de sócios e com maior grau típico de impessoalidade em sua relação. Caso qualquer alteração do estatuto social de uma companhia justificasse a retirada dos acionistas, seu funcionamento poderia restar comprometido, por inúmeras saídas de caixa. Em contraposição, as sociedades que costumam ter menor número de sócios estariam mais aptas à devida condução do debate societário antes de se promover a alteração contratual.

Então, os fundos de investimento, enquanto negócios jurídicos plurilaterais, comportariam semelhante perspectiva. Não à toa, o art. 45, parágrafo único, da ICVM nº. 555/2014 prevê que as alterações do regulamento podem ser efetuadas pela Assembleia de Cotistas de forma não-unânime, mas apenas produzirão efeitos em 30 (trinta) dias ou no prazo mínimo previsto em regulamento para a liquidação de cotas (de fundo aberto), o que for maior, caso tais alterações digam respeito a (i) aumento ou alteração de cálculo de taxas; (ii) alteração da política de investimento (que equivaleria, em termos funcionais, ao próprio objeto social dos fundos); (iii) mudança nas condições de resgate; ou (iv) incorporação, cisão, fusão, ou transformação de fundo fechado ou que altere, para os cotistas envolvidos, uma das condições anteriores. Seriam, precisamente, as disposições eleitas pela instrução da CVM como substanciais, capazes de alterar a substância do regulamento.

Tal previsão diz respeito à possibilidade de exercício do direito de retirada por cotista, que poderá, caso discorde da alteração promovida em Assembleia, requerer o resgate de suas cotas e deixar o fundo antes que tal mudança surta efeitos.

Ainda, refletindo o supracitado aspecto das sociedades, é reconhecida a condição do fundo de investimentos como veículo vocacionado ao investimento coletivo. Considerando que o funcionamento do fundo poderia ser prejudicado se para *qualquer* modificação fosse necessário aguardar o prazo para resgate de cotas, a Instrução reserva tais prerrogativas às alterações do regulamento perante as quais se presumam afetados os direitos dos cotistas dissidentes –reproduzindo em muito a lógica aplicável às companhias.

Da mesma forma, o art. 47 da ICVM nº. 555/2014 permite que o administrador unilateralmente promova mudanças ao regulamento, desde que estas se resumem (i) ao exclusivo atendimento a exigências expressas da CVM ou a normas legais; (ii) à atualização de dados cadastrais do administrador ou prestadores de serviços; e (iii) à redução das taxas de administração ou performance. Tal disposição também teria por objeto impedir que sucessivas

deliberações em Assembleia, com efeito sobre os cotistas nulo, obrigatório (por previsão normativa) ou evidentemente positivo, criassem óbices ao funcionamento do fundo.

Resta, porém, dúvida relevante com relação a tal direito de retirada nos fundos de investimento. O supracitado art. 45, parágrafo único, da ICVM nº. 555/2014 apenas prevê que se aguarde o prazo para resgate, para que tais alterações produzam efeitos. No caso dos fundos de investimento abertos, que comportam resgate, esta disposição funcionaria perfeitamente. O oposto, porém, se dá com os fundos fechados, que não admitem o resgate. A partir de quando, então, seriam efetivas as mudanças do regulamento, e como tal previsão se compatibilizaria com o exercício de direito de retirada?

Tal questão, inclusive, foi objeto de indagação específica por Ary Oswaldo Mattos Filho, que reconhece em cláusulas específicas ou na política de investimentos, eventualmente alterados por decisão assemblear, a possível motivação de ingresso de investidores minoritários, a possivelmente fundamentar o direito de retirada.⁶⁵⁸

A resposta residiria no próprio literal cumprimento do dispositivo da antes citada Instrução. A alteração do regulamento de fundo fechado, com relação às matérias elencadas em seu art. 45, parágrafo único, também encerra modificação relevante aos interesses de seus cotistas, a justificar o seu direito de retirada. Logo, as deliberações não-unâнимes em fundos de investimento fechado também seguiriam aguardando seu prazo para resgate de cotas: todavia, este não é ordinariamente possível a seus cotistas, mas poderia ser, consoante o art. 38 da mesma Instrução, efetivado por decisão de sua Assembleia de Cotistas. Mesmo que o artigo faça referência à “amortização” de cotas, seu efeito seria análogo ao do resgate – vez que se trata apenas de modalidade diversa de liquidação de cotas –, com a diferença de que se daria por decisão da Assembleia e não, exclusivamente, do cotista.

Portanto, o fundo de investimentos fechado poderia promover alteração não-unânime de seu regulamento envolvendo as matérias do art. 45, parágrafo único, desde que confira prazo para que os dissidentes optem pela amortização de cotas, a qual previamente seria autorizada pela Assembleia: mesmo que implicitamente, mediante a deliberação de uma das matérias elencadas na norma. Apenas após aludido prazo (ou em prazo de trinta dias, caso

⁶⁵⁸ “Nos demais investimentos coletivos remanesce a necessidade de análise caso a caso para se saber até que ponto pode a maioria dos cotistas deliberar sobre cláusulas relevantes e que determinaram a razão de investir de cotistas minoritários. Em outras palavras, naquilo que não contrarie a lei e o ordenamento da Administração Pública, pode a maioria modificar a política de investimento, por exemplo, ou tal fato daria o direito de retirada do descontente, mesmo em se tratando de fundo fechado?” (Ary Oswaldo Mattos Filho, 2015, p. 346).

este seja maior), as modificações ao regulamento surtiriam efeitos. Assim, restariam atendidos tanto o supracitado artigo, quanto os pressupostos do direito de retirada atinente a todos os contratos plurilaterais.

Em se tratando, como exposto acima, de direito essencial às partes dissidentes que integram relação de natureza plurilateral, até que se disponha e permita a amortização de cotas dos dissidentes, a alteração que afete as matérias elencadas no art. 45, parágrafo único, da ICVM nº. 555/2014 em fundo fechado não surtiria efeitos, seguindo com sua eficácia – perante cotistas, prestadores de serviço do fundo e terceiros – suspensa.

3.2.3 O Acordo de cotistas, possibilidades e a vinculação do administrador

Outro relevante questionamento que igualmente se impõe a partir do ângulo da relação *inter partes* havida entre os participantes do fundo é a possibilidade da estipulação de acordos para regular tais vínculos, e se imporá – ao exemplo de um acordo de acionistas – a vinculação do administrador (e dos demais prestadores de serviços) a tal acerto.

Então, cogita-se, ao exemplo do realizado junto às sociedades limitadas,⁶⁵⁹ se seria possível firmar acordo de cotistas, em remissão às normas do acordo atinente à sociedade anônima, dispostas no art. 118 da Lei das S.A.

Inicialmente, deve ser observado que inexistente qualquer disposição que impeça aos cotistas – cuja decisão de vinculação decorre, em princípio, apenas do exercício de sua iniciativa privada – firmar acordo de tal espécie. Nesse sentido, ora se rememora o corolário que permite à autonomia privada regular suas próprias relações, firmando disposições próprias no que a lei não lhes veda, observando-se, pelo mesmo fundamento, concordância

⁶⁵⁹ “Quando abordei o tema em estudo anterior, posicionei-me nessa linha, destacando, com base na doutrina italiana, que, no acordo de quotistas, o sócio faz declarações de vontade como titular de seu patrimônio particular e não apenas como membro da sociedade. Assim, nada impede que ele disponha segundo lhe aprouver sobre seus direitos pessoais de votar e transferir quotas, desde que dentro dos limites do contrato social. Desse modo, aplicando-se subsidiariamente o art. 118 da Lei 6.404/76 à sociedade limitada, é válido o acordo de quotistas que, para escapar de eventual caráter oculto repudiado pelo art. 302, 7, do CCo, deve ser arquivado na sede da sociedade e no Registro do Comércio” (Celso Agrícola Barbi Filho, *Acordo de Acionistas: panorama atual do instituto no Direito Brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal* in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 8, abr./jun. 2000, p. 44).

por parte de Mário Tavernard Martins de Carvalho.⁶⁶⁰ Logo, em caráter *inter partes*, inexistindo disposição que lhes impeça firmar aludido acordo, o acordo de cotistas será possível e terá plena vigência entre seus subscritores.

A questão subsistirá ao se indagar se a tal acordo deverão ser reservadas as mesmas disposições da Lei das S.A.: notadamente, se o administrador do fundo (na presente questão, estruturalmente idêntico ao administrador da sociedade do art. 118 desta lei) estará obrigado a observar os preceitos de acordo arquivado junto a seus registros.

Assim, deve se indagar se há alguma particularidade do acordo de acionistas que o distancie de um eventual acordo de cotistas. Em primeiro momento, se observa que ambos decorrem, em análise originária, do exercício da autonomia privada, livre para estipular contratos (antes) atípicos. Todavia, a Lei das S.A. expressamente previu a obrigatoriedade da própria companhia em observar os termos do acordo arquivado junto a si.⁶⁶¹

Perante a pessoa jurídica, como a mesma possui (por técnica legal, como antes asseverado – subcapítulo 2.1) personalidade própria, faz-se possível sua vinculação direta ao acordo de acionistas arquivado por seus acionistas, que decidirão, conjuntamente, a respeito de seus rumos, no momento em que funciona enquanto *ente social*. Como a justificativa para este negócio jurídico decorre da própria autonomia privada,⁶⁶² e não passa a pessoa jurídica de ficção legal,⁶⁶³ em extensão da própria vontade coletiva de seus constituintes (e então sócios),

⁶⁶⁰ “Os cotistas dos fundos de investimento são titulares dos direitos patrimoniais e políticos referentes às cotas. Nesse sentido, considerando a máxima do direito privado segundo a qual ‘o que não é proibido é permitido’, eles podem livremente dispor desses direitos, inclusive com a celebração de contratos que tratem da forma de exercê-los” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 100). Inclusive, nota-se que o autor ressalva expressamente que tal possibilidade não tem origem na qualificação dos fundos como sociedades (que é defendida por este), mas apenas na disponibilidade dos direitos dos cotistas, de caráter patrimonial: “Essa possibilidade sequer possui relação com a natureza jurídica dos fundos de investimento, que será tratada em capítulo posterior, mas sim por se tratar de direitos disponíveis” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 100).

⁶⁶¹ Art. 118 da Lei das S.A.: “Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede”.

⁶⁶² “O acordo de acionistas é essencialmente um contrato, cuja origem e disciplina fundamental estão no direito das obrigações. Suas particularidades decorrem de que ele disciplina direitos e relações dos acionistas de uma mesma companhia entre si, mas, ao mesmo tempo, não se confunde com os atos constitutivos da sociedade, sendo, por isso, considerado ‘parassocial’. Daí por que o acordo de acionistas pode ser conceituado como o contrato entre determinados acionistas de uma mesma companhia, distinto de seus atos constitutivos, e que tem por objeto o exercício dos direitos decorrentes da titularidade de suas ações, especialmente no que tange ao voto e à compra e venda dessas ações” (Celso Agrícola Barbi Filho, 2000, p. 35).

⁶⁶³ “Assim, o objeto social está para o contrato de sociedade assim como o objeto de um contrato está para esse instrumento jurídico: é o bem jurídico sobre qual o consenso de vontades se assenta. A sociedade, no

restaria evidente que a própria sociedade deveria observar os compromissos válidos, com efeitos futuros, firmados entre seus sócios, conformando seus direitos e obrigações perante a própria. Seria, neste sentido, método de resolução de conflitos entre seus sócios, evitando que as mesmas questões sejam continuamente colocadas em reuniões de sócios ou assembleias. Ademais, é possível que certo acionista apenas aceite participar de dada sociedade a partir de certas condições, consubstanciadas em seu acordo de acionistas, constituindo também meio que incentivaria a captação de recursos pelas companhias brasileiras, para além da pacificação das relações estabelecidas entre seus acionistas.

Da mesma forma, a prática (e a jurisprudência)⁶⁶⁴ já reconheceram semelhante paralelismo com os acordos firmados por cotistas de sociedades limitadas, precisamente porque a autonomia privada não os proíbe – e, mais ainda, o Código Civil, em seu art. 1.053, parágrafo único, autoriza a remissão das sociedades limitadas às regras da Lei das S.A. Apenas se exigiria, para fins de publicidade, que o acordo de quotistas da sociedade limitada seja consignado junto ao Registro do Comércio (Junta Comercial).⁶⁶⁵

A mesma *ratio* seria aplicada aos cotistas de fundos de investimento,⁶⁶⁶ uma vez que o exercício de seu direito de voto se daria em caráter igualmente privado, e que inexistiria

momento da sua constituição, é composta pelo aporte dos sócios ao capital social para o desenvolvimento de um empreendimento específico (objeto social)” (Eli Loria e Helio Rubens de Oliveira Mendes, 2013, p. 193).

⁶⁶⁴ Por exemplo, “Não há que se falar em violações ao contrato social e ao acordo de quotistas, por meio das quais a forma de capitalização da sociedade foi alterada. Afinal, referidos instrumentos só previram que para a consecução do empreendimento imobiliário objeto da SPE os sócios deveriam aportar recursos e eventualmente aumentar seu capital social. Em nenhum momento vedou-se a captação de dinheiro para a empresa por meios diversos, tais como empréstimos bancários e emissão de debêntures. A leitura das cláusulas 1.4 e 1.8 do acordo de quotistas, supostamente violadas, só reforçam tal conclusão” (TJSP, Ap. Civ. nº. 1106762-92.2015.8.26.0100, 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Rel. Des. Francisco Loureiro, julg. 29.3.2017).

⁶⁶⁵ “Em suma, o acordo de quotistas é válido no direito brasileiro, devendo, para sua regularidade e segurança, ser arquivado na sede da sociedade e no Registro do Comércio” (Celso Agrícola Barbi Filho, 2000, p. 45).

⁶⁶⁶ “Não obstante a ausência de previsão legal expressa, os acordos de sócios são usualmente utilizados pelas sociedades de responsabilidade limitada como instrumento hábil a regular os interesses, direitos e obrigações de sócios em suas relações no âmbito da sociedade limitada, sendo comum a aplicação por analogia dos requisitos previstos no artigo 118 da Lei das SA como forma de mitigar eventuais questionamentos quanto a sua validade, eficácia e, principalmente, exequibilidade e oponibilidade perante terceiros. A discussão verificada na seara das sociedades limitadas representa idêntico desafio no que se refere aos FIPs, posto que estes também carecem de regramento específico quanto à celebração de acordo de quotistas e, em especial, frente às particularidades próprias de tais veículos de investimentos” (Octávio Ietsugu, *Exequibilidade de Acordo de Quotistas no âmbito de Fundos de Investimento em Participações* in *HubJur*, out. 2015. Disponível em: http://www.hubjur.com.br/artigos_detalle/?ald=14. Acesso em: 1 fev. 2018, p. 1).

norma que proíba tal arranjo contratual.⁶⁶⁷ Mais ainda, não apenas tal disposição seria paralelamente comparável às sociedades, como eventual acordo representaria o exercício da autonomia privada dos cotistas envolvidos. Ademais, como antes indicado, o vínculo entre cada cotista e o administrador encerra caráter bilateral, teoricamente reproduzido tantas vezes quantas forem as adesões de cada cotista que passa a participar do fundo, podendo ser conformado por acordo de cotistas específico.

Todavia, as obrigações do administrador estão limitadas ao que está disposto nas instruções da CVM e no regulamento. Não seria possível obrigar o administrador a ir além das obrigações que assume, em seu vínculo contratual com a coletividade de cotistas, e individualmente com cada cotista aderente. Logo, obrigar o administrador (e demais prestadores de serviços) a aceitar o arquivamento de acordo de cotistas em seus registros e a observar seus termos (vinculando-se, em caráter firme, ao que dispõe, por mais complexas sejam suas disposições) constituiria exagerado encargo, provavelmente não precificado nas taxas cobradas dos cotistas. Cogite-se, nesse sentido, de fundo altamente massificado, com cotas disseminadas no mercado, cujo administrador passasse a ser obrigado a efetivar as disposições de acordo de cotistas firmado por pequeno grupo de investidores, talvez até mesmo titularizando volume irrelevante de cotas.

Nesse sentido, consigna Mário Tavernard Martins de Carvalho:

Uma questão mais sutil seria a oponibilidade desses acordos ao administrador e/ou terceiros. Visto que os fundos de investimento não possuem sede, seria incabível analogia à necessidade de arquivamento nesta para a obrigatoriedade de observância pelo administrador. Ao lado disso, a simples comunicação ou confirmação de ciência pelo administrador poderia ser demasiadamente frágil. A necessidade de obediência, pelo administrador, a um acordo celebrado por alguns cotistas, sem relação com qualquer disposição prévia e geral, poderia gerar insegurança e prejudicar os demais cotistas não signatários e terceiros. O regulamento possui grande abrangência e é o documento que define os principais caracteres dos fundos de investimento, devendo ser entregue a todos os subscritores e registrado em Cartório de Títulos e Documentos. Dessa forma, o regulamento seria o instrumento apto a dispor sobre em quais casos os acordos de cotistas deveria ser observados pelo administrador. Por exemplo, o regulamento poderia determinar que os acordos de cotistas arquivados na sede do administrador que tratassem sobre exercício do direito de voto e/ou a cessão de cotas seriam oponíveis ao administrador. Neste caso, poder-se-ia prever que o administrador devesse informar a existência de restrições à

⁶⁶⁷ “Sendo, portanto, os quotistas de FIPs agentes capazes e, uma vez que não há impedimento legal expresse acerca da possibilidade de se firmar acordos de quotistas, conclui-se que não há, em princípio, qualquer óbice para que seja firmado um acordo de quotistas no âmbito de FIPs. [...] Conclui-se, assim, que diante da inexistência de vedação legal e, desde que observados os limites aplicáveis impostos pelo legislador ao instituto, seria lícito aos quotistas de um fundo de investimento firmar acordo de quotistas a fim de regular os seus interesses no veículo” ((Octávio Ietsugu, 2015, p. 11).

cessão de cotas, se for o caso, ao responsável pelo registro de cotistas. Este deveria, por conseguinte, averbar as referidas restrições no registro de cotistas, o que conferiria eficácia perante terceiros. Destarte, o administrador não poderia alegar desconhecimento ou não vinculação ao acordo, já que ele deve obrigatoriamente respeitar os termos do regulamento. A disposição no regulamento propiciaria publicidade e previsibilidade das condições de oponibilidade do acordo de cotistas, viabilizando, ainda, o acesso pelos demais cotistas, por intermédio de certidões, ao conteúdo do acordo.⁶⁶⁸

Concordando-se com as anotações do supracitado autor, a possibilidade de arquivamento e efetivação do acordo de cotistas pelo administrador requererá sua previsão no regulamento do fundo⁶⁶⁹ – que, inclusive, poderá dispor a respeito do procedimento de arquivamento e sua necessária publicidade (*rectius*, disponibilização à consulta pública),⁶⁷⁰ além de delimitar a eventual matéria que poderá ser compreendida no ajuste, fixar os eventuais requisitos mínimos dos cotistas que o firmem (volume de cotas do grupo ou percentual do patrimônio líquido titularizado quando do depósito do acordo de cotistas, entre outras possibilidades),⁶⁷¹ tudo de forma a permitir que o administrador consiga prever seus futuros esforços. Outra possibilidade reside em eventual aquiescência do administrador, que poderia constar do acordo de cotistas como interveniente, passando a se obrigar a observar seus termos. Contudo, ao fazê-lo, considerando que o art. 11 da ICVM nº. 555/2014 impõe a igualdade entre cotistas, o administrador precisará aceitar eventuais outros acordos arquivados por grupos de cotistas de características ao menos similares ao que aceitara, sob risco de infração à isonomia entre participantes do fundo.

⁶⁶⁸ Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 101-102.

⁶⁶⁹ Neste sentido: “Adicionalmente, destaca-se que o documento principal hábil a reger a relação entre administrador, quotistas e terceiros no que diz respeito ao veículo é o regulamento. Assim, no caso dos FIPs, parece-nos acertado que seja feita a previsão da existência do acordo de quotistas no regulamento, posto que é a linha mestra a qual o administrador e eventuais quotistas deverão se submeter (gerando assim o vínculo obrigacional necessário) e, conseqüentemente, seja conferida a necessária publicidade mediante o arquivamento do documento em órgão de registro público e na própria sede do administrador. Com efeito, em sua relação fiduciária perante o fundo e, indiretamente, aos quotistas, em havendo previsão expressa no regulamento à necessidade de cumprimento de eventual acordo de quotistas (que essencialmente reflete os próprios interesses dos quotistas), acessível ao administrador, demais quotistas e terceiros, parece haver pouco espaço para questionamento do administrador aos termos ali pactuados” (Octávio Ietsugu, 2015, p. 12-12).

⁶⁷⁰ É questionável se, para sua validade, o Acordo de Cotistas de fundo requereria registro junto à CVM. A princípio, seria possível consignar o Acordo entre a documentação eventual do fundo, disponível na página da Internet da autarquia.

⁶⁷¹ Tais limitações, porém, deverão ser objetivas e expressas em regulamento: não poderia o administrador reter a discricionariedade sobre qual Acordo de Cotistas admitir ou não ao arquivamento, sob pena de violação injustificada à isonomia dos cotistas, e submissão de prestação contratual à condição meramente potestativa, por parte do administrador.

Ainda que não previsto em regulamente, nada impedirá que os cotistas firmem acordo de cotistas privadamente, que, porém, terá força obrigacional entre si, sem vincular o próprio fundo, representado na pessoa do administrador.

Inexiste óbice, ademais, para que os próprios cotistas, em assembleia, decidam autorizar sejam firmados acordos de cotistas. Por outro lado, caso assim procedam, e o administrador não queira vincular-se a seus termos, este sempre poderá exercer seu direito de renúncia.

O mais relevante obstáculo à possibilidade de se firmar acordo de cotistas em fundo de investimento, porém, reside no disposto no § 4º do art. 118 da Lei das S.A.: as ações de emissão por sociedade anônima têm por vocação a sua fácil circulação no mercado, mas aquelas vinculadas a acordo de acionistas permanecem impedidas à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão. A razão para tanto reside no fato de que as ações vinculadas a acordo de acionistas comporiam o bloco de controle, e que a sua alienação no mercado potencialmente gera diversos problemas: os adquirentes de ações vinculadas não teriam aquiescido às disposições do acordo, a alienação de ações vinculadas a acordo frequentemente supõe a alienação de todo o bloco de controle por meio de disposições como o *tag along* (direito de venda conjunta) etc.

Assim, as cotas de fundos de investimento fechados admitidas à negociação se submeterão ao mesmo impedimento, em tese não podendo ser alienadas em mercado organizado. Já as cotas de fundos de investimento aberto representam desafio prático à efetivação de acordo de cotistas, uma vez que poderão ser objeto de resgate. Todavia, não há óbice para que o acordo de cotistas impeça o resgate ou lhe imponha condições; ou mesmo, é possível entender que o resgate de cotas vinculadas ao acordo de cotistas seja equivalente à sua retirada de circulação, à sua efetiva extinção. Em qualquer cenário, em fundo de investimento ofertado publicamente, não poderá ser previsto qualquer benefício ou privilégio em favor de cotista vinculado e em detrimento de cotistas não vinculados ao acordo, sob pena de se violar a disposição do art. 11 da ICVM 555/2014 que impõe a igualdade entre cotistas.

Outra questão diz respeito à qualificação do fundo de investimento – que, como já sustentado, divergiria de uma sociedade, notadamente por não ter por padrão a vida associativa entre seus titulares. A existência de acordo de cotistas iria em contrariedade a tal tendência, figurando como um indício de vida associativa. A qualificação concreta de um fundo de investimentos como sociedade, contudo, não residiria apenas na existência de um acordo de cotistas, que vincule parte de seus investidores. Dependerá de outros fatores,

mesmo da extensão do acordo e de seus termos específicos: o quanto dispõem a respeito de direitos de voto, cooperação específica entre cotistas, entre outros. Porém, o estabelecimento de acordo de cotistas e a vinculação de administrador, em nome do fundo, perante o mesmo servirá como um elemento a ser considerado para o eventual reconhecimento de um fundo de investimento como uma sociedade de fato.

Justamente, tais acordos possuem inegável utilidade nos fundos de investimentos em participações (FIPs) e nos fundos de investimentos em empresas emergentes (FMIEEs), que com frequência assumem papel de *holding* de grupo empresarial (ver subcapítulo 4.4 abaixo), adotando também possível função em outros fundos estruturados, como nos fundos de investimentos em direitos creditórios (FIDCs), fundos de financiamento da indústria cinematográfica nacional (FUNCINE), entre outros – mas dificilmente se revestirão de qualquer relevância em fundos não-estruturados.⁶⁷²

3.3 Elementos atinentes ao fundo na condição de ente jurídico

Último vértice das relações internas do fundo, a ser analisado à luz da qualificação jurídica ora proposta, diz respeito aos seus elementos enquanto ente jurídico despersonalizado, que operam para além dos vínculos *inter partes*. Nessa esteira, existem efeitos legais que escapam aos campos antes percorridos, referindo-se à própria existência do fundo como centro objetivo, com vida própria.

Como os fundos não apresentam personalidade jurídica própria, por opção legal, tais efeitos serão sempre observados à luz de sua segregação patrimonial, efeito que lhes é característico, e acaba por conferir-lhes certa autonomia enquanto ente. Graças à separação de seu patrimônio, os fundos efetivamente operam como entes destacados de seus titulares, apresentando dinamicidade própria.⁶⁷³

⁶⁷² Em outras palavras, fundos regidos somente pela ICVM nº. 555/2014.

⁶⁷³ Dinamicidade que, porém, *a priori* não os aproxima suficientemente das sociedades – ver subcapítulo 2.4 acima.

3.3.1 O abuso de segregação patrimonial do fundo de investimentos e a aplicação da *disregard doctrine*

Questão que se coloca de maneira mais elementar diz respeito à possível aplicação da *disregard doctrine* em face aos fundos de investimento e seus cotistas. À primeira vista, tal suposição poderia soar absurda, dada a forma como esta teoria tomou forma no ordenamento brasileiro (art. 50 do Código Civil), recebendo a alcunha de “desconsideração da personalidade jurídica”. Ora, se os fundos são despersonalizados, como poderiam ser objeto da técnica da desconsideração de personalidade?

Cabe, porém, analisar brevemente as bases desta técnica e da teoria que a fundamenta de forma subjacente. Como indica a doutrina,⁶⁷⁴ a técnica da desconsideração da personalidade jurídica teve, de fato, origem na criação ou emprego abusivos da estrutura jurídica atinente às pessoas jurídicas, utilizando-a para fins disfuncionais, notadamente para escapar de credores, a chamada “blindagem patrimonial” indevida. Nota-se, porém, que o que lhe anima não é o fato de serem personificadas as sociedades, mas a segregação patrimonial que lhes acompanha.⁶⁷⁵ A parte apenas pode evadir credores ocultando bens próprios em meio ao acervo da pessoa jurídica, pelo fato deste seguir apartado, vinculado a finalidade própria (consecução de seu objeto social) e, assim, imune a seus credores particulares.

Portanto, apesar do histórico adágio *lifting the corporate veil*, tão associado à técnica da desconsideração e às suas origens, não é sua personificação que lhe dá causa, mas a própria

⁶⁷⁴ “Desenvolvida no Direito norte-americano, sob a exigência de serem enfrentadas situações em que, sob a *corporation*, ou em grupo de sociedades, nova realidade gerada pelo capitalismo industrial, o controlador, pessoa natural ou outra pessoa jurídica, emprestava à entidade sob seu comando destinação incompatível com os fins para que fora constituída, servindo a encobrir outras, não condizentes com princípios jurídicos como o da boa fé e outros que regem a vida societária, não hesitaram os Tribunais em caracterizar como abusivos de direito aqueles desvios, soerguendo o véu de pessoa jurídica, penetrando-a até seu substrato material e humano, para ensejar a responsabilização de seus membros ou qualificá-la, em consonância com a realidade que veste, para fins de aplicar-se a devida regra legal” (Luiz Roldão de Freitas Gomes, *Desconsideração da Personalidade Jurídica* in *Doutrinas Essenciais de Direito Civil*, v. 3, out. 2010, p. 1052-1053).

⁶⁷⁵ “O mais curioso é que a ‘disregard doctrine’ não visa a anular a personalidade jurídica, mas somente objetiva desconsiderar no caso concreto, dentro de seus limites, a pessoa jurídica, em relação às pessoas ou bens que atrás dela se escondem. É caso de declaração de ineficácia especial da personalidade jurídica para determinados efeitos, prosseguindo todavia a mesma incólume para seus outros fins legítimos” (Rubens Requião, *Abuso de Direito e fraude através da personalidade jurídica (disregard doctrine)* in *Revista dos Tribunais*, v. 803, set. 2002, p. 752).

segregação patrimonial.⁶⁷⁶ - ⁶⁷⁷ Antes, no ordenamento brasileiro, observava-se certa coincidência entre a personificação e a separação patrimonial – todavia, no momento em que se toma nota da introdução de patrimônios separados sem personalidade jurídica na realidade pátria, há razão para desvincular a ideia de que a desconsideração se destina apenas às pessoas jurídicas. Em tempo, o art. 50 do Código Civil fala também em “confusão patrimonial” (entre o patrimônio do(s) titular(es) e o patrimônio separado), a evidenciar tal ponto.

Ainda, a desconsideração da separação patrimonial é também forma de tutelar a adequada observação à finalidade comum que justifica esta segregação.⁶⁷⁸ Caso os titulares constituam o patrimônio separado fingindo atingir finalidade prescrita por lei, que fundamente a sua previsão, mas adotem tal estrutura para fim diverso, estarão incorrendo em evidente abuso do direito, a afastar as próprias razões que justificam a segregação, tendo por consequência a superação de seus efeitos perante os terceiros prejudicados por tal emprego disfuncional.⁶⁷⁹

⁶⁷⁶ “A confusão patrimonial entre controlador e sociedade controlada é, portanto, o critério fundamental para a desconsideração da personalidade jurídica *externa corporis*. E compreende-se, facilmente, que assim seja, pois, em matéria empresarial, a pessoa jurídica nada mais é do que uma técnica de separação patrimonial” (Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 450).

⁶⁷⁷ “A personalidade autônoma das pessoas jurídicas não se limita à mera subjetividade, ou seja, à capacidade de serem titulares de direitos e obrigações. À personalidade dos entes abstratos atribui-se sentido que transcende a subjetividade, consubstanciando-se em garantia derivada da tutela constitucional dos legítimos interesses privados, no âmbito da qual se apresenta o princípio da autonomia patrimonial das pessoas jurídicas. Neste contexto da privilegiada tutela da personalidade jurídica e da autonomia patrimonial das pessoas jurídicas, decorre, como expediente excepcional, a desconsideração da personalidade jurídica. Inspirado na doutrina anglo-saxônica da *disregard of legal entity*, também referida como *lifting the corporate veil*, o instituto jamais teve como escopo opor-se à atribuição de personalidade aos entes abstratos. Vale dizer, a desconsideração da personalidade jurídica não tem por objetivo a anulação da personalidade ou a dissolução da pessoa jurídica, mas tão somente a desconstituição de cenários reprovados socialmente. Supera-se o escudo protetor conferido pela pessoa jurídica, episodicamente, a fim de atribuir os efeitos de determinada relação obrigacional, instituída de forma fraudulenta ou abusiva, aos seus sócios ou administradores, os quais passam, por conseguinte, a responder com seu patrimônio pela dívida da pessoa jurídica. Daí a doutrina afastar o termo ‘despersonalização’, tendo também o projeto de Código Civil seguido este caminho ao afastar-se da tentação autoritária, cogitada no projeto originário, que aventava a possibilidade de dissolução da pessoa jurídica nos casos de fraude ou abuso” (Gustavo Tepedino, *A Excepcionalidade da Desconsideração da Personalidade Jurídica* in *Soluções Práticas* – Tepedino, v. 3, nov. 2011, p. 66).

⁶⁷⁸ Ver subcapítulo 2.1, acima.

⁶⁷⁹ “O verdadeiro critério parece-nos ligado à interpretação funcional do instituto, decisiva nessa matéria, como acima frisamos. Toda pessoa jurídica é criada para o desempenho de funções determinadas, gerais e especiais. A função geral da personalização de coletividades consiste na criação de um centro de interesses autônomo, relativamente às vicissitudes que afetam a existência das pessoas físicas que lhe deram origem, ou que atuam em sua área: fundadores, sócios, administradores. As funções específicas variam, conforme as diferentes categorias de pessoa jurídica e, ainda, dentro de cada categoria, de coletividade a coletividade, em razão de seus atos constitutivos, estatutos ou contratos sociais” (Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 356).

Dito diversamente, mesmo aos fundos de investimento deverão se aplicar as disposições do art. 50 do Código Civil, ainda que o mesmo se refira à “personalidade jurídica”. Não teria passado de imprecisão legislativa, figurando como alternativa mais lógica, em respeito à própria *ratio* do dispositivo, a aplicação a todas as hipóteses de segregação patrimonial disfuncionalmente empregadas ou inviabilizadas em concreto pela confusão entre o patrimônio geral do titular e o separado.⁶⁸⁰

Logo, em aplicação da norma, a confusão patrimonial (entre bens do fundo e bens particulares de seus cotistas, ou mesmo – se verificada tal confusão patrimonial ou fraude específica – seu administrador ou prestadores de serviço) ou o desvio da finalidade⁶⁸¹ dariam causa à desconsideração de sua segregação patrimonial, em desfavor daqueles que promoverem (ou que deveriam saber terem sido promovidas) as causas para tanto.

Como, em consonância com o art. 15 da ICVM nº. 555/2014, os cotistas respondem pelo eventual “patrimônio negativo” do fundo, tal disposição só terá maior relevância prática em três hipóteses, considerando que, no que se exceder aos ativos do fundo, sempre será possível executar seus titulares, ao que não se fará necessário buscar a desconsideração perante a mera insuficiência de ativos do fundo para satisfazer credores.

A uma, tal raciocínio será aplicável quando o fundo possuir bens, mas de difícil liquidação – assim, se existentes as excepcionais causas de desconsideração, seus credores poderão desde logo pleitear a excussão de outros bens, de titularidade de seus cotistas.

A duas, também será útil no contexto da “desconsideração inversa”, na qual credores particulares de cotista poderiam perseguir bens do fundo, caso se comprove que o mesmo foi constituído por aquele, para ocultar bens, ou se verificada patente confusão patrimonial, suposições notadamente factíveis perante fundos exclusivos.⁶⁸²

⁶⁸⁰ Sem embargo do exposto, se ressalva que tal hipótese é especialmente útil no caso dos FIIs e de outros fundos estruturados mais complexos, que impliquem na formação de mais de um veículo. Todavia, como se exporá a seguir (subcapítulo 3.3.3 abaixo), a desconsideração poderia simplificar eventual execução de credores perante os cotistas, uma vez que poderiam atingi-los diretamente, sem qualquer interveniência do administrador, e como se solidariedade tivessem, considerando que independeriam da abstração das cotas (que, como se sustentará, limita o montante pelo qual cada cotista seria responsável).

⁶⁸¹ Note-se, porém, a discussão do subcapítulo 4.4, abaixo.

⁶⁸² Tal hipótese será, porém, extremamente incomum, considerando que, ordinariamente, os cotistas poderão excutir as próprias cotas do fundo. Contudo, é possível que a valoração das cotas (ao invés de seguir adequadamente a marcação-a-mercado ou método de valoração legalmente previsto) seja fraudulenta, ou mesmo que bens valiosos sejam ocultados em fundo cujas cotas se afigurem como de difícil liquidação. Tais circunstâncias apenas poderiam ser verificadas no caso concreto. Em tempo, ressalta Gustavo Tepedino que a desconsideração inversa é ainda mais excepcional: “Desse modo, antes de se cogitar da desconsideração inversa da personalidade jurídica para atingir o patrimônio de sociedade da qual participa o sócio devedor,

A três, seria especialmente relevante para o caso dos fundos de investimento imobiliário (FIIs), vez que a Lei nº. 8.668/1993 estipula, em seu art. 13, II, que em sua específica situação, os cotistas não respondem pelas obrigações que superarem os esforços do patrimônio daquele, observando-se a separação patrimonial perfeita.

Por fim, ressalte-se que, quando se justificar a desconsideração da separação patrimonial de fundo, muito provavelmente também se terá causa para a responsabilização civil e administrativa do administrador, que teria permitido o desvirtuamento de seu fim comum ou a implementação de confusão patrimonial, duas graves e básicas falhas de administração.

3.3.2 Pretensões propostas pelo fundo de investimentos. A questão da data-base e do cotista contemplado pela indenização devida ao fundo de investimentos

Enquanto entes, os fundos de investimento também poderão propor pretensões em juízo, em exercício de sua capacidade processual. Ainda que não dotados de personalidade ou capacidade civil próprias, aos fundos se reconhece a capacidade judiciária, conferindo-lhes legitimidade ativa e passiva para figurar em juízo, ao que seu administrador atuará em seu nome, em legitimação extraordinária por representação.⁶⁸³⁻⁶⁸⁴⁻⁶⁸⁵ Nesse sentido, o fundo

faz-se imprescindível descartar a possibilidade de desconsideração direta da personalidade jurídica. A rigor, o ordenamento jurídico somente autoriza a aplicação da teoria da desconsideração inversa da personalidade jurídica em caso de insolvência dos sócios da sociedade devedora, hipótese que tornaria inócua a desconsideração direta. Isso porque a desconsideração inversa, precisamente por atingir o patrimônio de distinta pessoa jurídica e não já dos administradores que agiram abusivamente, alcança a esfera jurídica de terceiros de boa-fé, isto é, os acionistas que, embora não tenham qualquer relação com o ato fraudulento praticado, veem seu patrimônio invadido com a desconsideração inversa. Dessa forma, a aplicação do instituto da desconsideração inversa revela-se ainda mais excepcional, devendo ser feita com mais cautela que a da desconsideração direta, que alcança especificamente o patrimônio dos administradores que abusaram da personalidade jurídica” (Gustavo Tepedino, *Desconsideração Inversa da Personalidade Jurídica no Direito Brasileiro* in *Soluções Práticas – Tepedino*, v. 3, nov. 2011, p. 120).

⁶⁸³ “Por força da representação processual, as pessoas jurídicas e os entes despersonalizados podem atuar em juízo, manifestando-se através de pessoas físicas que agem em seu nome e no seu interesse. O representante não é parte no processo. Apenas age em nome da parte” (Teresa Arruda Alvim Wambier, Fredie Didier Jr., Eduardo Talamini e Bruno Dantas, *Breves Comentários ao Novo Código de Processo Civil*, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015. p. 263).

⁶⁸⁴ “Por fim, é de se anotar que o inciso IX traz ainda uma inovação: o CPC/2015 agora também menciona ‘outros entes organizados sem personalidade jurídica’. Trata-se de uma cláusula aberta para permitir – a advogados e juízes – a inclusão em juízo de outros entes sem personalidade jurídica. Assim, o rol de entes

ajuizará pretensão fundada em direito que titulariza em nome próprio – considerando que o fundo compõe patrimônio separado, cuja propriedade é compartilhada por seus cotistas, nota-se que seus direitos serão, igualmente, de titularidade conjunta dos cotistas.

Assim, como já ressaltado, o fundo não possui personalidade jurídica própria. Logo, os direitos por si titularizados comporão o patrimônio separado que o caracteriza: inexistente impedimento para que tais fundos figurem na titularidade de situações jurídicas subjetivas ativas, mesmo que despersonalizados. Ademais, como antes indicado, o patrimônio – enquanto universalidade de direito⁶⁸⁶ – é também formado por situações jurídicas subjetivas ativas, sendo tais direitos de titularidade conjunta da comunhão de cotistas, e afetados na forma do fundo de investimentos, para que se atinja a finalidade comum. Assim, não se trata de direitos sem titular, mas apenas de titularidade conjunta de todos os cotistas.

Então, no momento em que o fundo busca, por exemplo, recuperar crédito por si titularizado ou buscar indenização relacionada a bem ou direito a si relacionado, estará exercendo pretensão conjuntamente titularizada por seus cotistas, na proporção de cada uma de suas cotas. Todavia, tal pretensão apenas poderá ser exercida por iniciativa de seu administrador, única parte à qual caberá o exercício do poder discricionário relacionado a seus ativos (e direitos),⁶⁸⁷ o que incluirá a decisão de promover ou não a pretensão, vez que a mesma impactará (negativa ou positivamente) no acervo patrimonial do fundo.⁶⁸⁸ O

despersonalizados que recebem capacidade de ser parte pela lei deixou de ser taxativo para ser exemplificativo” (Andre Vasconcelos Roque, Fernando da Fonseca Gajardoni, Luiz Dellore, e Zulmar Duarte de Oliveira Jr., *Teoria geral do processo: comentários ao CPC de 2015: parte geral*, São Paulo: Forense, 2015. p. 244).

⁶⁸⁵ “O legitimado extraordinário atua no processo na qualidade de parte, e não de representante, ficando submetido, em razão disso, ao regime jurídico da parte. Atua em nome próprio, defendendo direito alheio. Há incoincidência, portanto, entre as partes da demanda e as partes do litígio. Em razão disso, é em relação ao substituto que se examina o preenchimento dos requisitos processuais subjetivos. A imparcialidade do magistrado, porém, pode ser averiguada em relação a ambos: substituto ou substituído” (Fredie Didier Jr., *Curso de direito processual civil: introdução ao direito processual civil, parte geral e processo de conhecimento*, 18.ed., Salvador: Jus Podivm, 2016. p. 349).

⁶⁸⁶ Ver nota de rodapé nº. 96 acima.

⁶⁸⁷ Ver subcapítulos 2.1 e 2.2 acima.

⁶⁸⁸ “Consoante se ressaltou, muito embora o patrimônio do fundo seja titularizado pelos quotistas, estes não podem administrá-lo diretamente, cabendo tal função à instituição especializada, que, evidentemente, deve se sujeitar, na gestão do patrimônio, ao disposto no regulamento do fundo e ao deliberado pelos quotistas na assembleia geral. A instituição administradora terá poderes para, nos termos do regulamento do fundo e da legislação em vigor, vincular a coletividade dos quotistas, agindo em nome ‘do fundo’ com vistas à realização da finalidade que justificou sua criação. Ao agir em nome ‘do fundo’, a administradora, a rigor, vincula não um novo ente nas relações jurídicas que entabula, mas a coletividade dos quotistas, que sofrerão

administrador, porém, deverá exercer a tempo e modo todas as pretensões com razoável chance de êxito titularizadas pelo fundo (com exceção daquelas cujo não ajuizamento se justifique sob perspectiva patrimonial), sob pena de violar seus direitos fiduciários com relação aos cotistas, deixando de buscar incremento patrimonial do fundo.

Cumpre, assim, indagar qual cotista deverá ser contemplado quando do pagamento de indenização arbitrada em favor do fundo, no eventual aproveitamento de seus fins econômicos: aquele que atualmente (ao tempo do recebimento efetivo de valores) participa do fundo de investimentos, ou aquele que o integrava na data do dano, uma vez que os direitos do fundo são, em última análise, titularizados pelos cotistas – ao que seria, então, a pretensão iniciada com base em direito de titularidade dos cotistas da época.

Tal indagação, porém, já recebeu a devida resposta por Milena Donato Oliva,⁶⁸⁹ que indicou, por conta de sua natureza enquanto patrimônio separado, inexistir qualquer interesse dos cotistas sobre elementos do fundo individualmente considerados: anotando que, por consistir em universalidade, os cotistas apenas possuiriam interesse sobre o todo, não sobre elementos do fundo individualmente considerados (em outras palavras, os cotistas apenas recebem a monetização resultante dos direitos e ativos do fundo, não podendo reclamar montantes estranhos ao valor líquido em sua data de saída do veículo).

Ainda, ressalta-se o fato de que perdas (decorrentes de danos sofridos pelo fundo) e ganhos vinculados às eventuais indenizações comporiam riscos próprios da atividade de gestão, compreendidos no escopo da atividade central dos fundos.⁶⁹⁰

as consequências patrimoniais dos atos praticados pela administradora na sua atividade de gestão do fundo” (Milena Donato Oliva, *Indenização devida ‘ao fundo de investimento’...*, p. 89).

⁶⁸⁹ “Dessa forma, o ressarcimento que integrará o patrimônio “do fundo”, por se relacionar ao fim perseguido por este, irá contemplar os quotistas atuais do fundo. Aqueles que não são mais quotistas não podem ter nenhum tipo de pretensão; o direito deles recaía sobre uma universalidade, não sobre uma situação subjetiva individualizada. Se determinada situação subjetiva foi indevidamente subtraída da universalidade no regular exercício da atividade de realização do fim a que se destina, sua posterior inclusão vai beneficiar os atuais titulares, não os pretéritos, sob pena de violação da ideia de universalidade e de interferir indevidamente nos riscos atribuídos e assumidos pelos quotistas, inerentes ao mecanismo do fundo” (Milena Donato Oliva, *Indenização devida ‘ao fundo de investimento’...*, p. 94).

⁶⁹⁰ “Em relação à segunda hipótese, isto é, aos danos causados, por exemplo, por conduta imputável à administradora, por se tratar de inadimplemento que não se relaciona à finalidade do fundo, escapando, por isso mesmo, aos riscos inerentes e normais do fundo, o ressarcimento posterior deve beneficiar os quotistas da época do dano. Aludido inadimplemento, de fato, não constitui causa legítima a influir na elasticidade do patrimônio do fundo, vez não dizer respeito aos riscos próprios da realização do escopo deste” (Milena Donato Oliva, 2011, p. 93).

A indenização recebida pelo fundo, ademais, comporia parte da realização de sua finalidade comum, a qual justifica “sua elevação a objeto autônomo de direito”, unificando suas situações jurídicas e constituindo “o parâmetro de merecimento de tutela dos atos praticados”⁶⁹¹ – e, assim, tais pretensões compõem parte da consecução do próprio fim comum, não podendo ser isoladamente direcionados a certo(s) cotista(s). Como aponta Milena Donato Oliva, ademais, perante o fato do direito de os cotistas recair sobre a universalidade, e não sobre uma situação subjetiva individualizada, estes poderão apenas exigir, proporcionalmente, os efeitos da liquidação ou valoração (se optarem por deixar o fundo) desta situação.⁶⁹²

Para além das razões expostas pela autora, ressalta-se que a participação de cada cotista sobre as pretensões exercidas pelo fundo é também liquidada quando do resgate de cotas, ou transferida quando de sua alienação. Portanto, o cotista da ocasião do dano, caso não mais integre o fundo no momento do pagamento de referida indenização, já terá alienado todos os seus interesses sobre tal pretensão, que passará à titularidade de outro.⁶⁹³ Reforça tal perspectiva a noção de que o fundo deverá submeter-se às regras contábeis pertinentes, que exigem o reconhecimento do impacto de ganhos ou prejuízos de ações avaliadas com chances de êxito provável:⁶⁹⁴ logo, tais pretensões já seriam, inclusive – e mesmo que indiretamente –, valoradas no valor pago a título de resgate ou transferência de cotas. Ao liquidar ou alienar suas cotas, o participante do fundo abre mão de sua participação (ou a reduz parcialmente, caso a liquidação ou cessão sejam somente parciais) e, portanto, de sua titularidade sobre tais situações jurídicas subjetivas ativas.

⁶⁹¹ Milena Donato Oliva, 2011, p. 94.

⁶⁹² Milena Donato Oliva, 2011, p. 93-95.

⁶⁹³ Caminhando neste sentido: “Repita-se: a noção de universalidade patrimonial traz ínsita a possibilidade de modificação de seu conteúdo, a qual, por isso mesmo, é dotada de elasticidade. Não importa se a diminuição dos elementos da universalidade foi indevida, desde que se relacione ao escopo da separação patrimonial, de modo a ser oponível aos seus titulares. Os atuais quotistas é que se beneficiarão do retorno e sofrerão a perda das situações jurídicas, não importa qual a causa da aquisição ou da perda, desde que relacionadas à finalidade perseguida pelo fundo, inserindo-se, conseqüentemente, nos riscos a que se submete. De outra parte, danos provocados ao patrimônio do fundo que não se relacionam ao escopo deste não podem legitimamente serem postos na conta da elasticidade que é própria da universalidade patrimonial. Por isso mesmo, os quotistas da época do dano é que devem, em última análise, serem contemplados com o ressarcimento” (Milena Donato Oliva, 2011, p. 94).

⁶⁹⁴ Por decorrência do Pronunciamento n.º. 25 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que determina a provisão dos ativos e passivos contingentes.

Por outro lado – e como, mais uma vez, aponta Milena Donato Oliva –,⁶⁹⁵ as pretensões exercidas pelos cotistas contra o administrador e demais agentes do fundo deverão seguir na titularidade daqueles cotistas da época do dano. Nesse caso, o prejuízo sofrido por cada cotista não comporá o patrimônio do fundo, uma vez que dirá respeito aos danos individual e efetivamente sofridos com os atos de má gestão ou descumprimento de leis ou regulamentos pelo agente fiduciário, sendo perfeitamente divisíveis e não compondo a finalidade em comum buscada pelos cotistas. Consiste em dano que visa a exclusivamente reparar os danos sofridos por cotista e não pelo patrimônio do fundo: sua má gestão provocará efeitos negativos aos cotistas, lesados pela falha na prestação do serviço do administrador ou gestor.

Inclusive, como ressalta Milena Donato Oliva,⁶⁹⁶ caso os cotistas atuais, que não sofreram prejuízos com a má conduta de prestador de serviços do fundo, recebessem a indenização resultante da pretensão movida por cotista contra tal prestador, restaria configurado o enriquecimento sem causa, uma vez que o novo cotista nunca sofreu danos decorrentes da má gestão deste – ora, ao ingressar no fundo após o dano (e caso o dano tenha impactado o patrimônio do fundo), seus efeitos já poderão estar quantificados e refletidos no valor presente das cotas, ao que o novo cotista ingressará no fundo arcando com o valor já descontado, efetivamente evitando assim qualquer efeito provocado por tal dano.

3.3.3 O regime de insolvência dos fundos de investimento. As obrigações do administrador e as responsabilidades dos cotistas perante o resultado negativo

Como terceira e última questão atinente aos fundos de investimento, volta-se à dúvida sobre qual seria o regime de insolvência aplicável. Tal dúvida, ainda que pertinente – dado o silêncio das Instruções da CVM, que apenas preveem a hipótese de liquidação compulsória

⁶⁹⁵ Milena Donato Oliva, *Indenização devida 'ao fundo de investimento' ...*, p. 94.

⁶⁹⁶ “De outro modo, os quotistas atuais experimentariam enriquecimento sem causa, haja vista que receberiam ganho patrimonial que não se vincula ao êxito dos investimentos do fundo, mas a ressarcimento de dano que não sofreram, ao passo que os quotistas pretéritos, cujo dano fundamentou o ressarcimento, restariam desamparados. Assim, os quotistas da época em que o dano foi perpetrado é que devem ser ressarcidos, sob pena de suportarem dano que não decorre dos riscos próprios da atividade do fundo, mas de ilícito praticado pela administradora” (Milena Donato Oliva, 2011, p. 89).

(art. 138 da ICVM nº. 555/2014) –, ⁶⁹⁷ poderia ser respondida de forma simples, dispensando maiores considerações.

Como antes explicitado, diante da insuficiência dos bens e direitos do fundo, os cotistas passam a responder por suas obrigações, assumindo a responsabilidade subsidiária própria da separação patrimonial imperfeita, como estipula o art. 15 da ICVM nº. 555/2014; a menos que se trate de fundo de investimentos imobiliário (FII), abordado abaixo.

Em oposição, destaca-se a posição de Ricardo de Santos Freitas, para quem “da forma como foi redigida a norma legal, deva-se concluir que numa tal circunstância [perante utilização indevida dos ativos do fundo pelo administrador, sem alerta aos cotistas] a responsabilidade do cotista estará limitada apenas ao capital já aportado no fundo”. ⁶⁹⁸ Discorda-se desta posição, considerando que há responsabilidade dos cotistas perante os terceiros que, de boa-fé, negociaram com o fundo – sem qualquer vínculo contratual incorrido com os próprios cotistas –, sem prejuízo do direito de regresso dos cotistas perante o administrador em hipótese de má-gestão. Analogicamente, seria como isentar um representado de ato discricionário e abusivo de seu representante. Tal conclusão apenas poderia, também em aplicação analógica e a seguir discutida, ser alcançada em hipótese de má-fé do terceiro que deveria saber que o terceiro age em excesso de poderes.

Nesse sentido, os efeitos finais da insolvência do fundo recairão sobre seus cotistas. Ainda assim, seu resultado negativo deverá ser cobrado de forma isonômica de seus cotistas, proporcionalmente à participação de cada um – em respeito ao art. 11 da ICVM nº. 555/2014 (“conferirá iguais direitos e obrigações aos cotistas”). Não poderá o credor atacar indiscriminadamente o patrimônio geral de seus cotistas – o que provavelmente seria impossível ou, ao menos, difícil, considerando que a titularidade das cotas do fundo, como antes observado (ver subcapítulos 2.4 e 3.2.1 acima) está abarcada pelo sigilo bancário. Pelo contrário, o que a ICVM nº. 555/2014 estabelece é que os cotistas responderão por tal resultado negativo: ou seja, ao administrador, que terá acesso à relação de cotistas e os meios

⁶⁹⁷ Além disso, os fundos abertos que, depois de 90 (noventa) dias do início de suas atividades, mantiverem patrimônio líquido médio diário inferior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais), pelo período de 90 (noventa) dias consecutivos, se não forem incorporados por outro fundo, deverão ser encerrados. Esta previsão objetiva evitar a existência de fundos presumidamente ineficientes em razão do pouco patrimônio. O encerramento do fundo, a não ser no caso de verificação do resgate total, será precedido de uma fase de liquidação, na qual haverá a divisão do patrimônio do fundo entre os cotistas. A forma de pagamento dos valores devidos aos cotistas será deliberada em assembleia geral” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 152-153).

⁶⁹⁸ Carvalho, 2012, p. 104.

para garantir seu tratamento isonômico, incumbirá promover a cobrança do necessário para cobrir as obrigações assumidas em excesso pelo fundo, em chamada de capital. Inexiste, além disso, qualquer forma de solidariedade entre os cotistas,⁶⁹⁹ até mesmo porque nunca prevista em lei (a menos que prevista no regulamento do fundo, sendo possível a sua disposição contratual).

Logo, o próprio administrador terá o dever, se algum cotista não honrar as suas obrigações, de promover, em nome do fundo, a cobrança judicial perante os cotistas inadimplentes, a fim de satisfazer os credores do fundo.

Todavia, cumprirá ao administrador tomar todas as cautelas para, sempre que possível, promover a liquidação do fundo antes de chegar à situação tão desastrosa. Se, porém, não for possível liquidar o fundo antes que o mesmo acumule dívidas perante diversos credores, que superem sua capacidade patrimonial, o administrador terá – se a situação do fundo o demandar, com número excessivo de credores, ou se os ativos titularizados forem de difícil liquidação – o dever de pleitear em juízo a insolvência civil do fundo, processo concursal ainda regulado pelos arts. 748 a 786-A do CPC/1973,⁷⁰⁰ que visará a promover a liquidação organizada dos ativos do fundo, centralizada em único juízo, atendendo aos credores de acordo com a ordem legal.⁷⁰¹ Tal pedido poderia, nas circunstâncias certas, evitar maiores

⁶⁹⁹ “Logicamente, o prejuízo deve ser atribuído aos cotistas na proporção de suas cotas, não se aplicando qualquer solidariedade” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 55).

⁷⁰⁰ Por expressa previsão do art. 1.052 do CPC/2015.

⁷⁰¹ “O objeto do processo de execução são os bens e direitos do devedor (responsabilidade patrimonial), para satisfação do credor. Pelo direito processual civil brasileiro, a execução pode ser singular ou coletiva, com os seus procedimentos específicos. A primeira é aquela movida contra o devedor que pode arcar com a sanção, ou seja, tem patrimônio para satisfazer determinado credor, que tomou a iniciativa de ajuizá-la. Já a segunda ocorre quando não dispõe o devedor de bens suficientes para arcar com a sanção (responsabilidade patrimonial). O tema dessa exposição é, sem dúvida, a execução coletiva, processualmente prevista como uma espécie de procedimento, que se dá através da *par conditio creditorum*, ou seja, é o procedimento pelo qual se visa assegurar a satisfação dos credores daquele que não dispõe de bens suficientes para o adimplemento de todas as dívidas. Tal procedimento, denominado de concursal, engloba todos os bens e obrigações do devedor num único processo, obrigando todos os credores, inclusive aqueles com privilégios. Assim é que, em se tratando de devedor comerciante, o direito brasileiro prevê um procedimento especial (falimentar). Quando, porém, o inadimplente não é comerciante, a sistemática encontra-se denominada e regulamentada, no Código de Processo Civil, de execução por quantia certa contra devedor insolvente (arts. 748 a 786). Na verdade, trata-se de um procedimento especial de execução, onde se fundem o processo de conhecimento e o de execução. Tal procedimento, ao nosso ver, é obrigatório - porque determinado taxativamente pela lei - para o requerimento da insolvência civil. Portanto, por tratar-se de um processo de execução, deve-se instruir o pedido com o título executivo, conforme o art. 756 do CPC, sendo o devedor citado, não para defender-se, mas para embargar, podendo alegar somente as matérias previstas nos arts. 741, 742 e 745 do mesmo CPC; ou, ainda, para comprovar que seu patrimônio é superior aos seus débitos. A insolvência será, ou não, declarada por sentença (juízo de conhecimento), quando, então, no primeiro caso, concorrerão todos os credores do devedor, instaurando-se, desse modo, a universalidade do juízo e do concurso de credores, com a verificação e a classificação dos créditos; o rateio da massa, e, ao final, a

prejuízos aos próprios cotistas, organizando o acervo do fundo e unificando o foro para a discussão atinentes à quantificação e natureza de seus créditos. Ainda, poderá ser ao final apurado (e estabilizado) o total devido pelo fundo, facilitando a partilha e o pagamento do valor excedente pelos cotistas.

Em tempo, os fundos de investimento, por não comportarem elemento de empresa e nem forma empresária, nunca poderão pleitear recuperação judicial e não estarão sujeitos aos preceitos falimentares, expostos na Lei nº. 11.101/2005, como estipula seu art. 1º.⁷⁰²⁻⁷⁰³ Nada impede, porém, que mesmo um credor do fundo dê início ao procedimento executivo concursal da insolvência civil, até para compelir o administrador a promover, o quanto antes, as cobranças do valor faltante perante os cotistas.

Caso, ainda, o administrador não dê imediato início aos procedimentos de cobrança, insolvência e liquidação do fundo, poderiam os credores promover medidas para ter acesso à lista de credores, e buscar deflagrar tais medidas por conta própria? Uma série de óbices decorreria de tal conclusão, para além da evidente superação do sigilo bancário, nesta situação desconsiderada por fato estranho à culpa e ao controle (ao menos, em princípio) dos próprios cotistas. Nesta direção, ressalte-se as dificuldades que teria o credor de promover igualmente a cobrança de todos os cotistas, para que se garanta a igualdade de condições entre os mesmos – no máximo, deveria o credor cobrar cotistas individuais até o limite da parte que lhes incumbiria. Isso porque não apenas o art. 11 da ICVM nº. 555/2014 prevê a igualdade entre

extinção das obrigações” (Aldimar de Assis, *Insolvência Civil* in *Revista dos Tribunais*, v. 787, maio 2001, p. 751-753).

⁷⁰² Como exposto (subcapítulos 2.4 acima, e 4.4 abaixo), os fundos de investimento, em caráter excepcional, podem apresentar elementos típicos da sociedade e, até mesmo, de empresa – notadamente os FIPs e FIEEs. Nesse sentido, em tese, nesse caso, poderiam pleitear ou ser atingidos pela falência (que, na prática, em muito se assemelha ao procedimento subsidiário de insolvência civil – notando-se, porém, a incidência das hipóteses de impedimento empresarial do devedor, que, em tese, poderiam atingir os cotistas, caso mantenham o poder efetivo de gestão, necessário para que se qualifiquem como sociedades empresárias), que dispensa regularidade formal para a legitimidade passiva. Todavia, ainda lhes seria vedado solicitar recuperação judicial, uma vez que a mesma requer forma empresária regular (sociedade personificada ou empresário individual registrado), sendo este um dos pressupostos subjetivos para seu deferimento (art. 51, V, da Lei 11.101/2005). Figura, assim, como um incentivo social para que a atividade empresária se organize de forma clara e organizada, adotando estrutura personalizada, restando claro aos olhos de todos os credores e interessados que tal pessoa jurídica disporá da prerrogativa de um dia poder pleitear recuperação judicial, e forçosamente reestruturar seus créditos, se aprovado seu plano de recuperação judicial. Ademais, tal óbice teria também escólio nas legítimas expectativas formadas por seus credores, que jamais cogitariam a possibilidade desta ingressar no regime recuperacional.

⁷⁰³ Em tempo, veja-se, em aplicação analógica, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, *Sociedade em Comum e Regimes de Insolvência* in *Dez Anos da Lei 11.101/2005*, Sheila C. Neder Cerezetti e Emanuelle Urbano Maffioletti (orgs.), São Paulo: Almedina, 2015. p. 524-526.

cotistas, mas também seu art. 15 não prevê qualquer forma de solidariedade entre os mesmos, e, mais uma vez, inexistente solidariedade sem a correspondente previsão em lei ou contrato.⁷⁰⁴

Portanto, com a exceção de fundos exclusivos ou com reduzida quantidade de cotistas, mesmo tal disposição será inviável. Aos credores caberá, na prática, promover a insolvência civil do fundo e pleitear que se o administrador promova as cobranças perante cada cotista. Mesmo que tenham razões justificadas para pleitear a atual relação de cotistas, o credor não poderia cobrá-los em excesso à proporção de suas cotas, pois inexistente qualquer previsão de solidariedade entre os mesmos. Caso, porém, o administrador não dê início a estas medidas a tempo e modo, responderá civilmente pelos correspondentes prejuízos dos credores do fundo.

Com relação ao fundo de investimentos imobiliário (FII), porém, esta questão merece ainda maior destaque. Como antes ressaltado, por expressa disposição do art. 13, II, da Lei nº. 8.668/1993, sua separação patrimonial é perfeita, isto é, seus cotistas nunca responderão por obrigações que excedam seu patrimônio. A razão para tanto não é clara, mas supõe-se que sirva a triplo propósito: (i) incentivar a captação de crédito para a atividade imobiliária no Brasil, conferindo benefício aos investidores (tal qual ocorre com a limitação de responsabilidade nos tipos societários mais recorrentemente adotados); (ii) padronizar as cotas de FII com os efeitos normalmente observados com relação às ações, outro valor mobiliário negociado em ambiente de bolsa, tornando-as mais eficientes e estáveis enquanto ativo; e (iii) tirar proveito do fato de os ativos do FII possuírem natureza imobiliária, de mais fácil avaliação e acompanhamento por credores que, ao negociar com o FII, terão certa noção de sua capacidade patrimonial, – figurando como mais equitativa, então, a alocação de riscos que reserva os riscos da insolvência aos credores, que tinham meios para apurar a ordem de grandeza de seu ativo.

Nesta circunstância, então, aos credores também caberá, se desejarem, suscitar a insolvência civil do FII, evitando que outros credores obtenham a penhora de seus bens de forma mais célere, e sujeitando todos ao princípio do *pars conditio creditorum*.

⁷⁰⁴ “Levando em conta o *fim* para que se constitui a solidariedade, a lei declara que não se presume. Para uma obrigação ser *solidária* é preciso que as partes, ou a lei, assim a definam, de modo expresso. Esse princípio é repellido nos Códigos alemão e italiano. São fontes da solidariedade o *negócio jurídico* e a *lei*. Daí a distinção entre *solidariedade negocial* ou *contratual* e *solidariedade legal*, assumindo esta a forma especial da *responsabilidade* cumulativa quando a obrigação de indenizar por ato ilícito incumbe a várias pessoas” (Orlando Gomes, *Obrigações*. p. 77).

4 AS POTENCIALIDADES FUNCIONAIS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

A qualificação proposta e os elementos que decorrem da mesma aplicam-se, em tese, a todos os fundos de investimento. Ressalvando-se a incidência de eventuais exceções aplicáveis a certos tipos de fundo,⁷⁰⁵ tal raciocínio seria particularmente sustentável perante a assertiva de que os fundos de investimento adotariam a mesma finalidade: veículos voltados ao investimento.

Observam-se, porém, situações nas quais os fundos de investimento não são empregados como veículos primariamente voltados ao investimento – em outras palavras, voltados ao retorno financeiro propiciado pela aplicação de seus recursos, em manifestação do poder de gestão discricionário detido por seu gestor ou administrador. De forma cada vez mais recorrente, fundos de investimento são constituídos de forma planejada, em tratativa estabelecida entre seus cotistas e administrador ou gestor, visando a finalidades diversas: as partes extrairiam benefícios a partir de sua estrutura única, de organização despersonalizada, estipulada de forma *erga omnes* e mediante a atribuição de poder de gestão para terceiro profissional, para perseguir diversos interesses concretos.

Tratar-se-ia, ademais, de vocação natural dos fundos de investimento, naturalmente relacionados e sujeitos à dinâmica do mercado – que, como exposto, deu origem ao próprio instituto (subcapítulos 2.3 e 2.6 acima).

Tal circunstância atrai certas indagações. A uma, quais seriam as potencialidades funcionais do fundo, perante as limitações impostas pela CVM. A duas, se tais potencialidades encontrariam óbice em eventual vinculação dos fundos à finalidade prevista aos fundos, enquanto patrimônios separados e universalidades de direito. A três, em que medida tais potencialidades poderiam impactar na própria qualificação dos fundos. A quatro, como os elementos supracitados poderiam contribuir para a realização de tais potencialidades. E mesmo, a cinco, qual seria a razão por trás destas novas formas de empregar a estrutura dos fundos de investimento. Ainda, por fim, se estas finalidades impactariam na própria

⁷⁰⁵ Por exemplo, a excepcional possibilidade de não prever vínculo solidário entre o gestor e o administrador de Fundo de Investimento em Participações, previsto pela recente ICVM nº 578/2016.

‘fisiologia’ dos fundos, em manifestação de sua qualificação jurídica, como indica Karl Larenz.⁷⁰⁶

Caberá, todavia, iniciar por breve suposição acerca do último dos pontos ora listados: qual seria a razão por trás deste crescente movimento.

4.1 Breve indagação preliminar: seriam os fundos de investimento os possíveis substitutos para o *trust* na prática brasileira?

Como antes exposto,⁷⁰⁷ as partes estipulariam certo contrato tendo em vista seus efeitos essenciais, por meio dos quais buscariam certos interesses concretos. Não à toa, tal *ratio* subsidia o procedimento de qualificação jurídica respaldado pela escola civil-constitucional. Nesse sentido, também já se expuseram os efeitos que se reputariam essenciais aos fundos de investimento:⁷⁰⁸ (i) a segregação patrimonial de bens de seus cotistas em forma despersonalizada, e (ii) a atribuição de poder de gestão discricionário de tal patrimônio a terceiro, que o exerce de forma profissional. Na forma igualmente exposta (no anterior subcapítulo 2.6), os fundos de investimento apresentam efeitos marcadamente análogos aos usualmente manifestados pelos *trusts*, notadamente nos termos da Convenção da Haia sobre a Lei Aplicável ao Trust e a seu Reconhecimento.

Indaga-se, então, se as potencialidades funcionais dos fundos do investimento não seriam consequência da ausência do *trust* (ou “negócio de fidúcia”, na terminologia proposta por Milena Donato Oliva)⁷⁰⁹ no ordenamento pátrio. Como inexiste no direito pátrio previsão para a criação de patrimônio separado com suficiente flexibilidade para atingir quaisquer finalidades merecedoras de tutela, as partes acabariam por recorrer ao arranjo contratual mais

⁷⁰⁶ “Correspondiendo a la diversidad de fines de la separación de un patrimonio, se derivan en los casos particulares diferentes consecuencias jurídicas” (Karl Larenz, 1978, p. 415). Em tradução livre: “Correspondendo à diversidade de fins da separação de um patrimônio, se derivam nos casos particulares diferentes consequências jurídicas”.

⁷⁰⁷ Ver capítulo 1 acima.

⁷⁰⁸ Ver subcapítulos 2.1 e 2.6 *supra*.

⁷⁰⁹ Milena Donato Oliva, *Negócio Fiduciário*, p. 94 e ss.

semelhante a este, que permitiria certa alteração de acordo com as preferências, a partir da edição de termos específicos ao regulamento.

Como já ressaltou a supracitada autora, a previsão do *trust* no sistema jurídico brasileiro geraria série de benefícios, permitindo que interesses merecedores de tutela encontrem efetividade.⁷¹⁰ No mesmo sentido e anteriormente, já se colocou Arnaldo Wald:

[A] elaboração de um texto legal específico sobre o *trust* não nos parece descabida e apresenta indiscutível oportunidade, num momento no qual este instituto é introduzido na maioria das legislações e a sua falta prejudica a atuação dinâmica dos bancos brasileiros, especialmente numa fase de ampla reorganização empresarial, de abertura para o capital estrangeiro e de mudança de gerações dos empresários com reflexos em sociedades, que estão profissionalizando seu *management*. A modernização do Brasil e a sua aspiração de pertencer ao primeiro mundo justificam a consagração, pelo nosso direito, de novos instrumentos jurídicos, como é o caso do *trust*. (...) Não há mais razão para excluir a possibilidade de formar um patrimônio separado com os bens dados em *trust*.⁷¹¹

Porém, tal importação (ou adaptação) do instituto do *trust*, à semelhança de qualquer universalidade de direito (e patrimônio separado),⁷¹² requer previsão específica em lei,⁷¹³ dados os seus efeitos de segregação e de afetação patrimoniais oponíveis perante terceiros. Enquanto esta criação legislativa não se verifica, as partes buscariam o fundo de investimentos, estrutura análoga, para atingir semelhantes finalidades.

Tal solução, contudo, não se dá sem algumas questões. A que primeiro se coloca é de ordem prática: há patente insegurança quanto à admissibilidade do emprego dos fundos pela CVM em funções distintas, e à possível vinculação dos fundos a certa finalidade, prescrita nas normativas próprias, a qual será objeto de discussão no subcapítulo a seguir.

Outra dificuldade, contudo, vem à tona. Os fundos, dada a necessidade de a CVM tutelar os interesses de investidores no mercado, incluem pesada (e custosa) estrutura de

⁷¹⁰ “A incorporação dos principais efeitos do *trust* pelo direito brasileiro por intermédio do negócio de fidúcia permitiria potencializar a proteção dos vulneráveis. A fidúcia viabilizaria que a gestão dos bens destinados aos menores e às pessoas com discernimento comprometido ficasse a cargo de instituição especializada, que seria a titular de tais direitos e, por isso mesmo, teria liberdade para administrá-los, desde que em conformidade com as diretrizes previamente estabelecidas” (Milena Donato Oliva, *Como a incorporação do trust no direito brasileiro pode servir à proteção de pessoas vulneráveis* in *Anais do V Congresso do IBDCivil* (no prelo)).

⁷¹¹ Arnaldo Wald, *Algumas considerações...*, p. 120.

⁷¹² Ver subcapítulo 2.1 acima.

⁷¹³ “De todo o exposto, ressalta que um *trust* verdadeiro, com todas as suas características, só poderá ser instituído no Brasil em virtude de lei específica” (Arnaldo Wald, *Algumas considerações...*, p. 119).

compliance, contando com sem-número de controles internos e mecanismos de verificação. Tais estruturas, então, acabam por criar literal *custo de transação* aos fundos que não negociam efetivamente no mercado. Ademais, não apenas tais despesas podem se dar de forma ineficiente, distante das razões que lhes dão causa, como podem terminar por criar barreira, impedindo que pessoas que não dispõem de recursos e estrutura para montar fundos de investimento personalizados disponham dos benefícios análogos ao *trust*, ainda que busquem promover interesses merecedores de tutela.⁷¹⁴ Em palavras diversas, na atual configuração regulatória, apenas quem reúne os recursos necessários poderá usufruir de figura próxima ao *trust*, conseguiria suprir a sua ausência.

Cumpra, assim, direcionar-se à questão supracitada, de teor mais complexo, referente à possível vinculação específica dos fundos e a postura da CVM perante as diferentes funções hoje exercidas pelos fundos.

4.2 (Des)vinculação dos fundos de investimento à finalidade prescrita em regulamentação

As variadas funções exercidas pelo fundo originam indagação específica: no art. 3º da ICVM nº. 555/2014, há previsão específica de que o fundo de investimentos se destina à “aplicação em ativos financeiros”.

Nesse sentido, como antes exposto (subcapítulo 2.1 acima), os patrimônios separados – tal qual qualquer universalidade de direito – compreendem finalidade específica, legalmente prescrita, que fundamenta a sua segregação patrimonial, oponível perante terceiros. Não à toa, as previsões específicas no ordenamento seguem o mesmo padrão: à massa falida se reconhece a autonomia patrimonial com o fim específico de satisfazer os credores, enquanto se mantêm os elementos produtivos da empresa (art. 75 da Lei nº. 11.101/2005); a mesma separação é conferida ao patrimônio de afetação, com o intuito de segregar e garantir o

⁷¹⁴ Tal situação é reforçada pelas atuais normativas, que restringem os fundos de maior flexibilidade aos investidores qualificados (com certificação específica ou que invistam ao menos R\$ 1 milhão em ativos financeiros) e profissionais (de atuação profissional no mercado de capitais, ou que invistam ao menos R\$ 10 milhões).

sucesso de empreendimento de incorporação imobiliária (art. 31-A da Lei nº. 4.591/1964), entre outros.

Em todos os casos, a segregação patrimonial cumpre papel específico, previamente definido. Apenas nas hipóteses em que o patrimônio separado é conjugado à técnica da personificação (como nas fundações, associações e sociedades), há expressa adoção de certa flexibilidade, consistente no objeto social adotado pelas partes.⁷¹⁵ Assim, tal objeto social poderá equivaler a qualquer atividade econômica lícita, promovida pela pessoa jurídica.⁷¹⁶ O ordenamento confere a segregação patrimonial às sociedades (perfeita, no contexto das limitadas e anônimas, mais recorrentes em concreto) como um incentivo ao empreendedorismo – alocando os riscos de sua atividade, em situações normais, a si próprias, e conferindo segurança jurídica aos sócios e a seus credores próprios, que não precisarão observar os credores particulares de sócio –, e a comina à técnica da personificação, reconhecendo seus elementos próprios (como o fundo de comércio, o *goodwill* etc., ver subcapítulo 2.4 *supra*), sua dinâmica inteiramente destacada da pessoa dos sócios, e também a abrangência e dinamicidade de seus fins, que poderão se adaptar perante as alterações ao objeto social.⁷¹⁷ Formam, assim, espécie de organismo juridicamente vivo, que responde às flutuações do mercado, adaptando-se à sua realidade.

Aos entes despersonalizados, todavia, não se confere tal personificação. Os que contam com segregação patrimonial se resumirão, justamente, ao patrimônio separado que os caracteriza, sendo este o elemento mais básico em que poderiam ser decompostos, para fins de enquadramento em regime legal de caráter mais geral. A ausência de sua personalização

⁷¹⁵ “La Villa, em obra seminal sobre o assunto, destaca que o objeto social não pode ser considerado como elemento de menor importância do contrato social, tampouco como elemento natural dessa espécie contratual, em razão da posição especial que ocupa na legislação específica sobre as sociedades anônimas. A utilidade da cláusula do objeto social na realidade das companhias pode ser vista segundo variados aspectos: (a) a disciplina do contrato, (b) a capacidade de agir da sociedade e (c) os atos *ultra vires* praticados pelos administradores” (Eli Loria e Helio Rubens de Oliveira Mendes, 2013, p. 191).

⁷¹⁶ “A atividade referida no objeto social apresenta caráter próprio e deve conformar-se com o tipo societário adotado, não sendo admissível a constituição de uma sociedade anônima que não tenha escopo lucrativo, índole mercantil (art. 2.º, 5º caput, da Lei das S.A.). Da mesma forma, não é admissível a constituição de uma associação para o desenvolvimento de uma empreitada cujo escopo seja a assunção de determinados riscos para a consecução do escopo lucrativo. Deve ser observado, desde esse ponto de vista formal, que não existe, exceto para alguns casos especiais, como o das instituições financeiras, a obrigação de que as empresas mercantis adotem o tipo ‘sociedade anônima’” (Eli Loria e Helio Rubens de Oliveira Mendes, 2013, p. 193).

⁷¹⁷ Eli Loria e Helio Rubens de Oliveira Mendes, 2013, p. 197-201.

residiria, precisamente, no caráter restrito e específico de seu fim,⁷¹⁸ de modo que não reúnem os elementos que confeririam tal densidade e dinâmicas próprias, a fim de fundamentar a ficção teórica de que tais centros objetivos comporiam nova pessoa.

No sentido também exposto (subcapítulo 3.3.3), todavia, ressaltou-se também que o desvio de função de qualquer massa patrimonial afetada a certo fim comporia abuso do direito, a justificar a desconsideração de sua segregação, vez que faltante o aspecto que a embasaria.

Cumpre, então, indagar se teria o mesmo destino o fundo constituído com objetivo central outro que não a aplicação em ativos financeiros; se tal destino seria vinculante a qualquer fundo de investimentos, como um fundamento central e inevitável parâmetro para medir os melhores esforços de seu administrador ou gestor.

Preliminarmente, insta observar que o aposto “destinado à aplicação em ativos financeiros” do mesmo art. 3º não descreve necessariamente exigência finalística: esta pode ser lida e compreendida como comando de ordem estrutural.⁷¹⁹ Ou seja, apenas se exige que os fundos restrinjam o emprego de seus recursos a ativos financeiros, independentemente da razão que o motive, ou mesmo da inexistência de intenção das partes em buscar rentabilidade.

Não obstante, ressalta-se que o supracitado art. 3º ainda seria observado caso as partes busquem a formulação do fundo com intuito diverso em mente, desde que tal função se dê através da aplicação em ativos financeiros ou, ao menos, com esta se compatibilize. Seria forma de ainda respeitar a orientação do fundo de investimento (que, afinal, apenas pode titularizar tais ativos),⁷²⁰ mesmo que a sua estrutura possa ser empregada para interesses concretos distintos, buscados pelas partes de forma mais intensa ou ainda prioritariamente à procura pelo resultado das aplicações de seus recursos em ativos financeiros. Como anotou Inocência Galvão Teles, a respeito das universalidades de direito (gênero no qual se inserem as espécies do patrimônio separado e, mais especificamente, dos fundos), “uma universalidade, consagrada de modo expresso em atenção a este ou aquele fim, tanto pode

⁷¹⁸ “O objeto social pode ser conceituado como um determinado ramo da atividade econômica em que a sociedade atuará para buscar lucros a serem divididos entre seus acionistas. A doutrina encontrou uma classificação para os tipos de objeto que constam dos estatutos das companhias” (Eli Loria e Helio Rubens de Oliveira Mendes, 2013, p. 202).

⁷¹⁹ Ver subcapítulo 2.6 acima.

⁷²⁰ Alguns fundos, previstos nas normativas próprias dos fundos estruturados, titularizam ativos não-financeiros: notadamente, FIIs aplicar recursos na aquisição de bens imóveis, FIDC-NPs, na aquisição de direitos creditórios sem padronização e, com frequência, sem lastro, FUNCINEs investem em produções da indústria nacional do audiovisual, entre outros.

existir para esse fim como para qualquer outro. Tal doutrina apenas sofre duas ordens de limitações: as que resultem de *disposições legais em contrário* (...) e as que provenham de *certas existências impostas pela própria estrutura geral do sistema legislativo*”.⁷²¹

Ou seja, na esteira do que afirma o jurista lusitano, as partes poderiam empregar universalidade vinculada a certa finalidade visando outros interesses, desde que inexistia disposição literal que vede tal conduta e que, ademais, este fim diverso não se mostre incompatível com a finalidade original, de forma a tornar disfuncional o emprego dos efeitos da universalidade de direito.

Como a seguir se ressaltará, esta aplicação não passaria de manifestação da categoria teórica (ou didática)⁷²² dos negócios jurídicos indiretos, que se dá, nas palavras de Tullio Ascarelli, “quando as partes recorrem, no caso concreto, a um negócio determinado para alcançar, consciente e consensualmente, por seu intermédio, finalidades diversas das que, em princípio, lhe são típicas”.⁷²³ Desta aplicação decorrerão certas consequências, debatidas a seguir. Na doutrina mais moderna de Massimo Bianca, se aponta ser “o negócio voltado à obtenção de um resultado ulterior que não é normal ou típico de negócio semelhante”.⁷²⁴

Antes, porém, cabe ressaltar que a própria CVM tem editado seus regulamentos a fim de adequar os fundos de investimento a tais novas funções. Assim, perante o crescente emprego dos fundos para fins de planejamento sucessório – nos quais a eficiência estrutural dos veículos para fins fiscais e para simplificar ou assegurar a forma de sucessão desejada que realmente justifica a sua formação –, a autarquia passou a prever regras atinentes à participação de familiares em fundos exclusivos.⁷²⁵ Da mesma forma, também foram incorporadas regras específicas para outros fins, como a reestruturação em insolvência,⁷²⁶

⁷²¹ Inocêncio Galvão Teles, 1940, p. 157.

⁷²² Ver subcapítulo 4.3 a seguir.

⁷²³ Tullio Ascarelli, *O Negócio Indireto*, p. 94. Da mesma forma, Pietro Trimarchi, afirma que “o negócio indireto é caracterizado pela divergência entre o escopo prático das partes e a função típica do esquema negocial adotado” (Tradução livre de Pietro Trimarchi, 2014, p. 193. No original, “Il negozio indiretto è caratterizzato dalla divergenza fra lo scopo pratico delle parti e la funzione típica dello schema negoziale adottato”).

⁷²⁴ Tradução livre de Massimo Bianca, *Instituzioni di Diritto Privato*, Milão: Giuffrè Editore, 2014, p. 445. No original, “Per negozio indiretto si intende il negozio volto al conseguimento di un risultato ulteriore che non è normale o típico del negozio stesso”.

⁷²⁵ Ver subcapítulo 4.4.2 a seguir.

⁷²⁶ Consulte-se o subcapítulo 4.4.7 adiante.

securitização de ativos creditórios,⁷²⁷ a formação de grupos de controle,⁷²⁸ entre outros. Logo, há de se notar que mesmo a CVM, quando confrontada com o emprego dos fundos a finalidades distintas, que relegam a preocupação com o resultado dos investimentos a segundo plano, tem adaptado seus regulamentos continuamente, tornando mais segura a opção nestas outras hipóteses.

A questão que se põe, contudo, é que nem sempre tais normativas são adaptadas com a velocidade suficiente a acompanhar a dinamicidade do mercado. Ademais, muitas são as exigências da CVM que, a depender do fundo, poderiam ser dispensadas ou readequadas à sua realidade.

Todavia, por sua natureza, os termos das instruções da CVM não poderiam ser alterados ou suprimidos sem a manifestação da própria autarquia. Caberia, porém, indagar quais as consequências específicas das mais recorrentes potencialidades funcionais alternativas assumidas por fundos, e mesmo quais normas poderiam ser modificadas pela CVM para possibilitar que tais usos atinjam sua plenitude. Da mesma forma, indagar-se-á a respeito de potencialidades ainda incomuns na prática brasileira, mas que poderiam assumir relevância, dada a vocação dos fundos de investimento no ordenamento e mercado pátrios.

Preliminarmente a tal análise, contudo, cumpre ressaltar a respeito dos negócios jurídicos indiretos, modalidade teórica que poderá facilitar a análise posteriormente aduzida.

4.3 Fundos de investimento utilizados como negócio jurídico indireto: o problema das normas aplicáveis

Como antes conceituado, os negócios jurídicos indiretos constituem categoria de valor apenas teórico, sem encerrar instituto próprio, vez que o enquadramento como negócio indireto não gera quaisquer efeitos além dos normalmente observados a si, e nem lhes submete a regime jurídico próprio, como a seguir se explicitará. Todavia, a análise dos negócios que assim seriam identificados segue válida para explicitar o mesmo problema

⁷²⁷ Ver o subcapítulo 4.4.6 *infra*.

⁷²⁸ Ver o subcapítulo 4.4.3 abaixo.

hermenêutico que lhes aflige e para demonstrar a importância do procedimento de qualificação e de interpretação.

Rememora Alberto Auricchio, indicando ser “o fenômeno do negócio indireto uma típica manifestação da autonomia privada”, “se apresentando, à primeira vista, como um negócio típico, repleto de cláusulas e pactos acessórios”, mas pelo qual “o interesse mediato que as partes visam atingir é implementado, de forma automática, através da realização da efetiva situação prevista em lei para o negócio escolhido”, encerrando com delimitação idêntica à de Trimarchi, de que “a doutrina apenas concorda em único ponto, que no negócio indireto subsiste uma divergência entre o escopo perseguido entre as partes e a função típica do negócio”.⁷²⁹

Na doutrina lusófona, observam-se semelhantes colocações: Francisco Amaral indica que o negócio jurídico indireto seria aquele no qual as “partes usam determinado tipo de negócio para atingir fim diverso daquele que normalmente lhe corresponde”,⁷³⁰ caracterizando-se “pelo desvio da finalidade da espécie negocial utilizada, pela divergência entre o objetivo das partes e a função típica do esquema negocial adotado”.⁷³¹ Igualmente, José de Oliveira Ascensão afirma que “[h]á negócio indireto quando as partes querem realmente aquilo que afirmam; mas querem-no para obter o efeito que não é o correspondente àquele tipo”,⁷³² identificando que “no negócio indireto é a *causa* que se discute. As partes recorrem àquele negócio para conseguir um objectivo diferente do da função económico-social típica do acto a que recorrem. Portanto, para prosseguir uma causa diferente”.⁷³³

Embora apresente aparente proximidade com a simulação, descrita com o art. 167 do Código Civil,⁷³⁴ com esta não deverá se confundir.⁷³⁵⁻⁷³⁶ Como aponta Humberto Theodoro

⁷²⁹ Tradução livre de Alberto Auricchio, Verbete de *Negoziio Indiritto* in AZARA, Antonio e EULA, Ernesto (orgs.). *Novissimo Digesto Italiano*, Turim: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1957. p. 221. No original, “Il fenomeno del negozio indiretto è una típica manifestazione dell’autonomia privata” [...] “che si presenta a prima vista come un negozio típico, arricchito di clausole e patti aggiunti” [...] “l’interesse mediato che le parti mirano a realizzare trova attuazione, automaticamente, attraverso il prodursi della situazione effettuale prevista dalla legge per il negozio prescelto” [...] “[l]a dottrina è d’accordo su un solo punto, che nel negozio indiretto sussiste una divergenza tra lo scopo perseguito dalle parti e la funzione típica del negozio”.

⁷³⁰ Francisco Amaral, 2003, p. 409.

⁷³¹ Francisco Amaral, 2003, p. 410.

⁷³² José de Oliveira Ascensão, *Direito Civil – Teoria Geral*, V. III, Coimbra: Coimbra Editora, 2002. p. 306.

⁷³³ José de Oliveira Ascensão, 2002, p. 306.

⁷³⁴ Art. 167 do Código Civil: “É nulo o negócio jurídico simulado, mas subsistirá o que se dissimulou, se válido for na substância e na forma”.

Júnior,⁷³⁷ ao firmar negócio indireto, as partes realmente desejam a estrutura avençada, mesmo que visando função distinta, enquanto no negócio simulado, as partes não possuem qualquer interesse na forma estipulada, que é falsa, não correspondendo à realidade. Emilio Betti, porém, critica tal perspectiva, afirmando que, na realidade, a diferença reside no fato de, na simulação, “a discrepância entre a causa típica do negócio adotado e o desígnio prático concretamente pretendido pelas partes” apresentarem incompatibilidade; enquanto no negócio indireto (tal qual no negócio fiduciário), tal incongruência se daria “entre escopos que,

⁷³⁵ “O problema prático do negócio *indireto* está na necessidade de aproveitar um tipo de negócio para se conseguir um fim diverso daquele que a sua causa típica tem em vista: necessidade que provém da falta de tipos mais adaptados à disposição da autonomia privada. O fenômeno é, em sua gênese, estreitamente afim ao da simulação: no qual, no entanto, se encontra uma discrepância consciente entre a causa típica do negócio adotado e o desígnio prático concretamente pretendido pelas partes. Em ambos os fenômenos se dá um uso anormal da função instrumental do negócio” (Emilio Betti, 2008, p. 461).

⁷³⁶ “O negócio indirecto foi longamente confundido com o negócio em fraude à lei, possivelmente em consequência do processo enviesado em que assenta. Mas não há nenhuma ligação necessária. Como dissemos, a fraude à lei é caracterizada como um desvio destinado a obter um resultado proibido por lei: quer a norma injuntiva violada seja a que proíbe a conexão, quer seja a que proíbe o resultado. No negócio indirecto (sem fraude) não há lesão de norma injuntiva. O que se pergunta é se é legítimo recorrer a um tipo legal, com uma causa própria, para obter um resultado que é coberto por uma causa distinta. Mas se não há norma injuntiva que o proíba, para que se recorre ao negócio indirecto? Normalmente, para aproveitar a disciplina do negócio típico reclamado. Mas aproveitar a disciplina de um negócio típico, dissociada da causa respectiva, não é por si fraudulento. As partes, que na sua autonomia podem criar os regimes não proibidos que entenderem, podem também estabelecê-los por aproveitamento dos regimes legalmente previstos” (José Oliveira de Ascensão, 2002, p. 306-307).

⁷³⁷ Veja-se, nesse sentido, a ponderação de Humberto Theodoro Júnior: “Também os *negócios indirectos* são figuras próximas da simulação. Nesse tipo de negócio as partes usam uma figura negocial típica para atingir objetivos que não lhe são próprios, mas isto não é feito para enganar ou prejudicar ninguém. Não se oculta o que realmente querem os sujeitos do negócio. O meio técnico utilizado é que não é normal. O resultado, porém, não é contrário ao direito. Na simulação o que não se quer não é o negócio praticado, mas, ou se intenta ocultar uma situação de total ausência de relação jurídica (simulação absoluta) ou outro negócio completamente diverso do aparente (simulação relativa). Às vezes pode-se quase confundir a simulação com o negócio indirecto, quando, por exemplo, os agentes do negócio simulado não tenham o objetivo de lesar terceiros (simulação inocente). Aí, realmente, a diferença será tênue e há quem até identifique as duas figuras. Não é, porém, impossível distingui-las: o negócio indirecto usa uma via oblíqua, em lugar da via normal; usa um negócio típico fora de seu fim específico, mas o seu fim é, de fato perseguido, embora não dentro da normalidade. Tudo o que aparenta o negócio praticado é realmente querido. A divergência é de *função apenas*” (Humberto Theodoro Jr., *Comentários ao art. 167 do Código Civil* in Sálvio de Figueiredo Teixeira (Org.). *Comentários ao Novo Código Civil*. Livro III. 4.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 480-481). Ver, ainda: “Todavia, logo se percebe que este elemento simulado inexistente no negócio indirecto, posto que as partes querem, indubitavelmente, a efetivação plena da avença típica declarada e isso sob os efeitos da disciplina jurídica típica, que configurara o pressuposto para a realização da finalidade ulterior. Na simulação, as partes não objetivam o escopo típico, regulando clandestinamente as relações recíprocas. Já no negócio indirecto, o objetivo final é alcançado por meio da finalidade típica, obediente à disciplina legal” (José Ignácio Gonzaga Franceschini, *Contratos Inominados, Mistos e Negócio Indireto* in *Doutrinas Essenciais: Obrigações e Contratos*, V. 3, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 256).

embora diversos, são perfeitamente compatíveis”.⁷³⁸ Logo, Betti faz importante distinção: a real diferença entre ambos não diz respeito a elemento subjetivo das partes (“querer” ou não a forma assumida), mas a questão objetiva – a compatibilidade entre a *função típica* do negócio adotado e a razão prática almejada pelas partes.

Foi pouco antes de Ascarelli que a doutrina formulou, após gradativa elaboração, suficiente distinção entre o que veio a se alcunhar de negócio indireto e o negócio simulado. Um de seus principais proponentes foi Francesco Ferrara, que até mesmo defendia a ‘simulação relativa’ enquanto manifestação da autonomia privada,⁷³⁹ e já a diferenciava do negócio jurídico indireto.⁷⁴⁰ No mesmo sentido, caminha o entendimento de Milena Donato Oliva, que reconhece na categoria, justamente, a possibilidade de alcançar novas funções, para além da demanda por renovação legislativa:

Não raro o direito mostra-se aquém das demandas sociais no ritmo exigido pela evolução dos fatos, o que gera um descompasso entre o instrumental oferecido e os interesses reconhecidamente dignos de proteção pelo ordenamento. Surge, diante disso, o chamado negócio indireto, em que as partes se valem de estrutura típica para alcançar escopo diverso do normalmente realizado por intermédio do negócio adotado. Por tal razão entende-se que o chamado negócio indireto pode proporcionar, a partir de velhas estruturas, o alcance de novas funções, a viabilizar o desenvolvimento do sistema jurídico independentemente da intervenção do legislador.⁷⁴¹

⁷³⁸ Emilio Betti, 2008, p. 461. Veja-se trecho desta mesma obra (p. 461): “A diferença entre eles [simulação e negócio indireto], segundo uma opinião corrente, é que o negócio indireto seria efetivamente ‘querido’ e o negócio simulado não o seria, e que naquele a discrepância da função típica do negócio seria manifesta, isto é, reconhecível pelo próprio conteúdo do negócio, ao passo que na simulação ela, precisamente, estaria dissimulada. Mas a diferença não parece nestes termos, a não ser que se aceite o dogma da vontade na concepção do negócio”.

⁷³⁹ “A simulação relativa consiste no disfarce dum acto: quando se realiza aparentemente um negócio jurídico, querendo e levando-se a efeito um outro diferente. [...] O princípio de que é lícito às partes conseguir um certo fim econômico, ocultando a forma jurídica empregada para o efeito, assenta sobre a liberdade de contratar. Costuma dizer-se que a pessoa com capacidade jurídica para efectuar, directamente, um negócio o pode realizar também de modo indirecto: o que se aplica, em verdade, ao uso duma forma contratual diferente ou à combinação de várias formas contratuais para conseguir um certo resultado que a lei faz derivar dum tipo especial de negócio jurídico. Com efeito, a lei enumera e regula uma longa série de formas contratuais que oferece à atividade dos particulares, que estes, no entanto, não são obrigados coactivamente a seguir, podendo alcançar o efeito desejado por outro caminho. Trata-se aqui de normas simplesmente dispositivas, que a vontade das partes pode derrogar” (Francesco Ferrara, *A Simulação dos Negócios Jurídicos*, tradução de A. Bossa, São Paulo: Saraiva, 1939. p. 233-234).

⁷⁴⁰ Francesco Ferrara, 1939, ver p. 116 e p. 239-240.

⁷⁴¹ Milena Donato Oliva, *Do Negócio Fiduciário ...* p. 2.

Tem-se, então, que o negócio indireto visaria utilizar estruturas típicas para alcançar novas funções. Mas por qual razão usariam as partes estrutura diversa, que não a usual e típica, para alcançar certa função? E, ainda, porque não eleger estrutura atípica, caso o fim em questão não corresponda a qualquer dos tipos negociais positivados? A paradoxal resposta pode residir, precisamente, na necessidade por maior segurança jurídica.

Como exemplo de tal aspecto, é possível observar o problema da promessa de doação. No sentido que indica Maria Celina Bodin de Moraes, a doutrina brasileira tipicamente rejeitava a possibilidade de admitir a promessa de doação, uma vez que desprovida de exigibilidade, vez que, tendo por base o ânimo de liberalidade, seria “impossível que se ‘obrigue’ alguém a doar”.⁷⁴² Ainda, não obstante o esforço da autora em demonstrar a exigibilidade de tal contrato, a promessa de doação “pura” (aquela que não é firmada em contrapartida dentro de rede negocial, como na hipótese de promessa de doação aos filhos em transação firmada durante divórcio ou inventário – já reconhecida pelo STJ como obrigatória)⁷⁴³ ainda encontra grave resistência da doutrina e jurisprudência no sentido de sua exigibilidade.⁷⁴⁴

Seria, portanto, legítimo que contratantes que pretendam firmar promessa de doação tenham relevantes preocupações com relação à exigibilidade de seu contrato preliminar. Uma alternativa seria, justamente, a de firmarem o contrato sob a forma de promessa de compra e venda – ainda que tenham em mente o escopo prático de transmissão gratuita de bens –, propositalmente assumindo preço simbólico (nas palavras da doutrina clássica, compra e venda *cum donatione*, contrato misto), apenas para ter acesso aos remédios do inadimplemento dispostos no Código Civil.

⁷⁴² “Um desses problemas diz respeito à possibilidade de sua promessa. Será admissível a promessa de doação? A maior parte dos juristas brasileiros respondia negativamente à questão, com fundamento na elaboração sintetizada por Agostinho Alvim, para quem “a persistência do *animus donandi* é dogma fundamental em matéria de doação”, entendendo-se, em consequência, impossível que se “obrigue” alguém a doar. Segundo este raciocínio, o requisito da vontade livre, no âmbito do contrato de doação, alcança uma conotação tão fundamental que a ausência de sua manifestação, no momento da contratação definitiva, impede a configuração jurídica do preliminar” (Maria Celina Bodin de Moraes, *Notas sobre a promessa de doação* in *Civilistica.com*, a. 2, n. 3, 2013. p. 2. Acesso em 10.2.2018 em: <<http://civilistica.com/wp-content/uploads/2015/02/Bodin-de-Moraes-civilistica.com-a.2.n.3.2013.pdf>>).

⁷⁴³ Por exemplo, STJ, 4ª T., REsp 30.647, Rel. Min. Barros Monteiro, julg. em 23.11.1998.

⁷⁴⁴ Maria Celina Bodin de Moraes, 2013, p. 12.

Assim se coloca a relevância legítima do negócio indireto: conferir às partes a segurança de que terão à sua disposição remédios com efetividade legal, e que se submeterão a regras que se compatibilizem com o modelo da operação adotado.

Tal perspectiva, todavia, também suscita problemas. Na supracitada hipótese da compra e venda mista com doação, sendo utilizada tão somente para fugir à ameaça de inexigibilidade da doação, poderiam as partes ignorar a disposição do art. 549 do Código Civil, que impede a chamada “doação inoficiosa” (que ultrapassa o valor da legítima do doador)? Ainda, poderiam as partes firmar negócio indireto para evitar o recolhimento de impostos, adotando uma forma apenas para escapar à sua incidência – tratar-se-ia de sonegação ou de mera elisão fiscal?⁷⁴⁵

Da mesma forma, o problema se põe perante os fundos de investimento constituídos para fim diverso que a captação e a realização de aplicações no mercado.

Com relação ao problema de determinar quais são as normas às quais se sujeita o negócio indireto, a doutrina usualmente se centrou, novamente, nas respostas dadas por Ascarelli. O jurista apresenta a sua solução em duas partes.

Na primeira, defende que, caso o motivo determinante comum às partes for ilícito, nulo será o negócio – ou seja, se as partes visarem burlar a lei com seu negócio indireto, este será inválido.⁷⁴⁶ Tal posição, inclusive, parece se compatibilizar com as disposições do art. 166, III e VI do Código Civil.⁷⁴⁷

Em segundo momento, Ascarelli sustenta que existiriam dois tipos de normas, aquelas que dizem respeito a determinado tipo contratual, e aquelas que dizem respeito aos efeitos adotados pelas partes, no caso concreto:

⁷⁴⁵ Note-se que tal assunto é matéria de extrema polêmica entre a doutrina tributarista, de modo que a maioria dos artigos hoje elaborados sobre o negócio jurídico indireto destina-se exatamente a debater aludida questão. Ver: Alberto P. Xavier, *A Evasão Fiscal Legítima – o Negócio Jurídico Fiscal* in *Doutrinas Essenciais de Direito Penal Econômico e da Empresa*, V. 5, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 37-61; Ives Gandra da Silva Martins e Paulo Lucena de Menezes, *Elisão Fiscal* in *Doutrinas Essenciais de Direito Tributário*, V. 6, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 343-364; e Eusebio González Garcia e Pollyana Vilar Mayer, *O Abuso das Formas Jurídicas em Direito Tributário* in *Doutrinas Essenciais de Direito Tributário*, V. 9, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. p. 183-202.

⁷⁴⁶ “Os fins visados pelas partes podem ser ilícitos; o negócio indireto será, então, ilícito e, portanto, nulo; o negócio fraudulento constitui, afinal, uma subespécie do negócio indireto. A ilegitimidade não recai, nesta hipótese, sobre a causa típica do negócio adotado pelas partes; recai sobre o objetivo último por estas concretamente visado; é, portanto, relevante juridicamente, enquanto podem ser anulados os negócios cujos motivos (comuns a todas as partes) sejam ilícitos” (Tullio Ascarelli, 1969, p. 112).

⁷⁴⁷ Art. 166 do Código Civil: “É nulo o negócio jurídico quando: III - o motivo determinante, comum a ambas as partes, for ilícito; VI - tiver por objetivo fraudar lei imperativa”.

Há, com efeito, normas jurídicas que não se limitam a disciplinar um determinado ato, mas têm em conta o resultado prático visado pelas partes, quaisquer que sejam os meios por ela escolhidos para consegui-lo — e por isso, deve-se, na aplicação de tais normas, considerar o fim visado pelas partes e não apenas a causa típica do negócio adotado —; há outras, ao contrário, que têm em vista somente o instrumento jurídico, sem curar dos fins para que é utilizado no caso concreto. A validade do negócio quanto a seus fins indiretos deve ser examinada ante as normas da primeira categoria. Analogamente ao que acontece no domínio da simulação que, por seu turno, pode ser lícita ou fraudulenta, o negócio indireto será lícito ou fraudulento conforme o fim visado pelas partes. (...) O negócio indireto fica, portanto, subordinado, quer quanto à validade, quer quanto à disciplina, a duas ordens de normas jurídicas: as que dizem respeito ao tipo de negócio adotado, e as que concernem à função dêste no caso concreto. No que diz respeito ao primeiro problema, é preciso ter em conta as normas que concernem a um determinado negócio, independentemente dos fins últimos visados pelas partes; no que se refere ao segundo problema, cumpre, ao contrário, levar em conta as normas que respeitam a um determinado efeito, qualquer seja o negócio adotado pelas partes e isso, justamente, para evitar seja um negócio usado fraudulentamente.⁷⁴⁸

Logo, o negócio indireto precisaria passar pelo escrutínio das normas aplicáveis ao tipo contratual adotado, assim como às normas que dizem respeito aos efeitos de qualquer contrato. Tal tese, todavia, não demonstra como identificar tais normas — tomando-se o exemplo do impedimento à doação inoficiosa, aludida regra consta das normas atinentes à doação, e não em rol geral. Será, então, que esta não incidiria?

A posição majoritária da doutrina, contudo, seria ligeiramente diferente: o negócio indireto se submeteria a todas as “leis imperativas”, aplicáveis ao tipo adotado e àquele que se extrai de seus efeitos essenciais, sua causa concreta (como se explicitará abaixo). É essa a posição de Trimarchi,⁷⁴⁹ Serpa Lopes,⁷⁵⁰ Francisco Amaral,⁷⁵¹ e Ascensão,⁷⁵² para citar alguns. Fica, porém, indagação semelhante: como verificar qual seria imperativa, e qual dispositiva, se o legislador não tem por hábito indicar tais aspectos legais?

⁷⁴⁸ Tullio Ascarelli, 1969, p. 115 e 117.

⁷⁴⁹ Pietro Trimarchi, 2014, p. 193.

⁷⁵⁰ “Assim, ao lado da simulação absoluta e da simulação relativa, temos a simulação inocente, que não prejudica o ato dissimulado, desde que não envolva fraude a uma *lei de ordem pública* [...] Na simulação inocente, inexistindo prejuízo ou violação a direito de terceiro, prevalece o ato dissimulado, desde que: 1º) não cause prejuízo a terceiro ou ilida alguma disposição de lei; 2º) reúna os elementos necessários à sua constituição e eficiência” (Miguel Maria de Serpa Lopes, *Curso de Direito Civil*, V. I. p. 452-453).

⁷⁵¹ “A matéria tem importância sempre que, por meio dessa figura, se tente elidir a aplicação de normas cogentes, numa fraude à lei” (Francisco Amaral, 2003, p. 410).

⁷⁵² “No negócio indireto (sem fraude) não há lesão de norma injuntiva” (José de Oliveira Ascensão, 2002, p. 306-307).

Resta, então, investigar a matéria em seu aspecto funcional. Todavia, como alerta o próprio jurista italiano, o direito usualmente se preocupa com a causa típica dos negócios, qualificando-os a partir de então, para depois submeter cada negócio típico a um conjunto predeterminado de regras.⁷⁵³ Necessário, assim, delimitar o que se entende por função e análise funcional dos negócios jurídicos, para analisar propriamente a qual disciplina legal o negócio indireto se submeterá. Atente-se, então, para o escopo *funcional* que Ascarelli (e outros juristas, como Trimarchi, Betti, Ascensão, Francisco Amaral,⁷⁵⁴ entre outros) reserva ao conceito – não à toa, também consigna que locução mais precisa seria a de ‘negócio com *finis* indiretos’⁷⁵⁵ – cogitando de análise da *função típica* de certo negócio jurídico. Nas palavras do catedrático, portanto, seria o negócio indireto aquele que utiliza estrutura típica, usualmente reservada a certa função, visando a objetivo distinto daquele.

Nesse sentido, se coloca o já exposto no capítulo 1 *supra*: o procedimento de qualificação jurídica dos negócios jurídicos, na esteira do sustentado por Pietro Perlingieri, envolve a análise de sua função econômico-individual, representada pela síntese de seus efeitos essenciais, conformada ao interesse concreto das partes.⁷⁵⁶ Portanto, ao se confrontar os negócios indiretos, se está diante de um negócio jurídico como qualquer outro – com a peculiaridade da qualificação inicialmente percebida (a partir dos efeitos decorrentes dos elementos estruturais do negócio) se ajustar, ao final, de acordo com o interesse concretamente adotado pelas partes.

Em outros termos, no supracitado exemplo da compra e venda mista com doação (ou a “preço vil”), se verificam os efeitos essenciais da compra e venda – transmissão de propriedade de bem determinado ou determinável, mediante pagamento de preço –, mas o interesse das partes é distinto do usualmente adotado em operações do tipo, vez que nesta há transmissão sem caráter comutativo, assumindo as partes que o preço é assumidamente menor (ou mesmo irrelevante) frente ao objeto alienado.

⁷⁵³ “Há mais: o direito se preocupa, em princípio, com a existência da causa típica do negócio, e não com a importância que esta assume no pensamento das partes em relação a outros motivos. Portanto, a finalidade, a causa típica do negócio, deve ser considerada sempre como subsistente, mesmo quando, no pensamento das partes, não tenha senão uma importância econômica secundária e quando a intenção das partes seja dominada pela consecução do escopo ulterior” (ASCARELLI, Tullio, 1969, p. 101).

⁷⁵⁴ Ver notas de rodapé 763, 769 e 773 *supra*.

⁷⁵⁵ Ascarelli, 1969, p. 94.

⁷⁵⁶ Especificamente, verificar a nota de rodapé nº. 49 acima.

Logo, nesta hipótese, o negócio jurídico ainda é qualificado como compra e venda, em sua estrutura (ou forma), mas sua função (definida, ao final, de acordo com a conformação dos efeitos essenciais aos interesses concretos das partes) assume a feição de doação.

Em síntese, portanto, caso se dê causa aos efeitos de negócio típico, as suas normas devem ser observadas, aplicando-as também conforme seu aspecto funcional; cogitando-se se há adequação entre sua forma de aplicação e seu fim, e se seus efeitos passam pelo exame de merecimento de tutela (*meritevolezza*), de incidência universal, para a verificação da adequação destes aos valores do ordenamento.

Ou seja, dever-se-á perquirir se certa norma, que componha o regime jurídico aplicável a dado negócio jurídico, possui caráter *formal* ou *funcional*, e se possuem *ratio* de ordem pública que as fundamente. Naturalmente, por decorrência da autonomia privada, se aplicará o regime jurídico referente ao que seria sua mera classificação (sua “qualificação estrutural”), à estrutura eleita pelas partes, no que tange às normas dispositivas, de caráter formal. As normas de caráter funcional, inderrogáveis, e às quais se comine razão de ordem pública, porém, não poderão ser afastadas por ato de autonomia privada: tais normas ainda incidirão, sendo estabelecidas de acordo com o regime legal imposto pela qualificação propriamente dita, que decorra de seu caráter funcional.

Não à toa, como já sustentado, na compra e venda mista com doação, o regime jurídico da compra e venda será aplicável no que diz respeito às normas que decorram de sua forma ou do interesse privado das partes (como a exequibilidade da promessa de compra e venda), e aquele da doação será ainda incidente no que se refira às normas dotadas de interesse público e de substância funcional (por exemplo, as restrições à doação inoficiosa, que resguardam os interesses dos demais herdeiros, e têm motivação de caráter público, fundada na tutela de herdeiros e incapazes, e na estabilização e pacificação de conflitos tidos em momento extremamente sensível sob o ponto de vista pessoal, no curso da sucessão hereditária).

Tal regra, todavia, não é especial ou circunscrita aos negócios indiretos. Conclui-se, na realidade, que os negócios indiretos não passam de categoria didática, praticada no cotidiano, mas sem densidade jurídica própria, se submetendo aos mesmos efeitos dos demais contratos – que se sujeitam ao controle normativo de acordo com sua causa concreta (a síntese de seus efeitos essenciais, sem os quais não existiria), independentemente do *nomen juris* ou da aparência contratual atribuída pelas partes, e que todos os efeitos, assim como os efeitos

emanados de quaisquer atos jurídicos,⁷⁵⁷ deverão passar por cuidadoso exame de merecimento de tutela.

Finalmente, tais considerações aplicar-se-ão igualmente aos fundos de investimento constituídos para finalidade distinta da tipicamente adotada – busca por retorno decorrente da aplicação de recursos em ativos financeiros. Assim, em tais hipóteses, o regime jurídico aplicável será o dos fundos de investimento no que diga respeito a seus aspectos particulares e formais, enquanto a disciplina atinente à sua qualificação se aplicará para normas de ordem pública e teor funcional.

Tal conclusão segue a direção da antes suscitada possibilidade de se cumular a finalidade específica, prescrita pelo art. 2º da ICVM nº. 555/2014, que dá base à segregação patrimonial dos fundos, com a finalidade prescrita pelas partes: para que se alcance o interesse concreto das partes, o negócio indireto deverá adotar forma apta a atingir aludido interesse. Igualmente, importa dizer que apenas poderá ser constituído fundo de investimentos para o atingimento de fins atípicos que os persiga mediante a aplicação de recursos em ativos financeiros ou a administração de ativos da espécie.

4.4 Algumas das diferentes potencialidades funcionais exercidas pelos fundos de investimento

Firmadas as observações preliminares acima, caberá destacar algumas das potencialidades funcionais exercidas pelos fundos de investimento – em particular, como já ressaltado,⁷⁵⁸ perante a ausência de previsões no que tange ao *trust* no ordenamento brasileiro. Impossível compreender todas no presente texto, uma vez que estas serão limitadas apenas pela força criadora da iniciativa privada e dos movimentos do mercado, agregadas à restrição

⁷⁵⁷ “No entanto, o elemento que confere unidade à teoria das invalidades, do ponto de vista funcional, não é a estrutura de negócio jurídico, nem a desconfiança em face de efeitos criados pela vontade particular, nem o fundamento na ordem pública ou na proteção individual. Cuida-se, em verdade, tão somente da necessidade de se avaliar se a eficácia do ato concretamente considerado, derive ela ou não da lei, viola interesses juridicamente relevantes. Desse modo, pode-se demarcar o perfil funcional da invalidade dos atos jurídicos afirmando-se que se trata de técnica de valoração dos efeitos produzidos pelos atos de autonomia privada, isto é, de verificação da compatibilidade desses efeitos com os valores do ordenamento” (Eduardo Nunes de Souza, *Invalidez do negócio jurídico em uma perspectiva funcional* in *O Código Civil na perspectiva civil-constitucional*: Parte Geral Gustavo Tepedino (coord.), Rio de Janeiro: Renovar, 2013. p. 410).

⁷⁵⁸ Ver subcapítulo 2.6 *supra*.

imposta pela necessária compatibilidade com a finalidade vinculada da aplicação em ativos financeiros, como antes apontado.

Ainda assim, serão destacadas algumas das potencialidades funcionais já adotadas com certa frequência na prática brasileira e outras, não tão recorrentes, as quais os fundos atualmente disporiam de vocação para satisfazer e que sanariam problemas frequentes. Apontar-se-ão, ademais, como as atuais instruções da CVM interagiriam com (ou, mesmo, objetariam) tais funcionalidades e também como, eventualmente, a própria autarquia promove tais funções, adaptando as suas normas de acordo com as mesmas.

4.4.1 Preliminarmente: emprego dos fundos para a elisão fiscal. Os FIPs com poder de gestão exercido pelos cotistas, e os classificados como “entidade de investimento”

Antes de se adentrar nas potencialidades funcionais especificamente exercidas pelos fundos, cabem outras observações preliminares, feitas a seguir.

A primeira – e possivelmente mais recorrente – funcionalidade dos fundos que será aqui abordada diz respeito ao seu emprego para o planejamento tributário,⁷⁵⁹ em manifestação da chamada “elisão fiscal”. Esta diferiria da sonegação, constituindo série de atos lícitos do particular que, buscando beneficiar-se do caráter vinculado e estrito em que exercitadas as prerrogativas estatais de tributação,⁷⁶⁰ elege formas de organização de seus negócios e patrimônio aptas a evitar a incidência de impostos. Ainda que o aspecto tributário não componha o cerne do presente trabalho, é inevitável abordá-lo como um dos principais destinos alternativos adotados para os fundos de investimento, para além de sua orientação originária.

⁷⁵⁹ “O planejamento tributário visa uma lícita economia fiscal, diante da elevada carga tributária, a atividade empresária deve ser preventiva, projetando os tributos e as opções disponíveis de redução da carga tributária, evitando, onde for possível, o procedimento mais oneroso do ponto de vista fiscal” (Ralf Madaleno, *Planejamento Sucessório* in *Revista IBDFAM*, v. 1, jan./fev. 2014, p. 14).

⁷⁶⁰ “De início, deve-se registrar que não subsistem dúvidas de que os contribuintes dispõem de liberdade para pautar as suas condutas e os seus negócios da forma menos onerosa possível, não existindo regras que lhes imponham a obrigação de, entre duas ou mais realidades semelhantes, optar por aquela que implica no maior recolhimento de tributos. Não há norma jurídica expressa, nem comando moral, ao que consta, neste sentido” (Ives Gandra da Silva Martins e Paulo Lucena de Menezes, 2011, p. 225).

É, não à toa, um dos principais empregos do negócio jurídico indireto, suscitando fértil discussão na doutrina tributarista, que com frequência se divide ao apreciar os sutis limites entre a regularidade de técnicas de elisão fiscal e o aludido “abuso das formas”.⁷⁶¹ Considerando que os fundos são, como antes mencionado,⁷⁶² *a priori* tributados apenas com relação ao ganho de capital do cotista,⁷⁶³ apurado no momento da alienação ou liquidação de suas cotas (vez que não possuem personalidade jurídica, de forma que não possuiriam renda própria – como ora se defende, constituindo reunião de recursos de titularidade de seus cotistas), podem resumir interessante forma de evitar a incidência de tributos.

Tal funcionalidade é recorrentemente adotada, agregando-se a outras, algumas das quais descritas a seguir. Se trata, assim, de aspecto central em muitas outras funções desempenhadas pelos fundos, que motivaria a opção específica por esta estrutura jurídica, para o desempenho de certo fim.

Nos termos da Instrução Normativa RFB nº. 1585/2015, a Receita Federal do Brasil adota método de antecipação do imposto de renda por ganho de capital, aplicável aos fundos de investimento abertos. É o chamado ‘come-cotas’, que obriga os fundos de investimento ao resgate automático de parte de suas cotas, que representem sua eventual valorização patrimonial percebida nos últimos dias úteis dos meses de maio e novembro, a título de retenção na fonte do imposto. Tal mecanismo representa autêntica afronta ao ordenamento brasileiro, por configurar confisco, considerando existir incidência do imposto sem a verificação do fato gerador: o cotista apenas percebe renda com a alienação ou liquidação das cotas, e desde que se verifique *plus* com relação ao valor antes aplicado. As cotas de fundo são representativas do valor econômico da parcela do patrimônio do cotista afetado ao fundo

⁷⁶¹ “Não se pode abordar o problema do abuso das formas jurídicas em qualquer ordenamento jurídico, ainda que de uma forma breve como faremos a seguir, sem levar em consideração uma série de circunstâncias que, por um lado, estimulam a combater esse comportamento anti-solidário com todos os instrumentos jurídicos de que dispõe o moderno Estado Social e Democrático do Direito e, por outro, advertem que essa luta é extraordinariamente difícil. Tal dificuldade provém não apenas da quantidade e qualidade do contingente “inimigo” (os magníficos escritórios de advocacia tributária que povoam a Terra), mas também, e especialmente, porque nos deparamos com um conceito escorregadio, diante do qual legislação, jurisprudência e doutrina não acordam sequer em sua definição (sem falar nos meios para combatê-lo!). Além disso, poucas vezes se apresenta isolado, mas rodeado de uma corte de acompanhantes bicefálicos (como nos casos de fraude à lei tributária, negócio indireto e simulação), pelo que a prova de sua realização, ainda que lográssemos nos colocar todos de acordo com sua definição, continuaria sendo difícil” (Eusebio Ganzález García e Pollyana Vilar Mayer, 2014, p. 184).

⁷⁶² Ver notas de rodapé nº. 14, 323, 403 e 404, acima.

⁷⁶³ Faz-se ressalva à incidência do “come-cotas”, forma de antecipação do imposto de renda sobre ganho de capitais incidente sobre a aplicação em fundos de investimento, ora regido pela Instrução Normativa RFB nº. 1585/2015. Tal disposição da Receita Federal do Brasil, de duvidosa legalidade, é comentada a seguir.

– logo, apenas há ganho pelo cotista quando tais cotas forem vertidas em pecúnia ou bens diretamente disponíveis ao cotista, com a cessão ou a liquidação das cotas. Assim, não deveria se cogitar de antecipação de imposto, com relação a fato gerador (renda) que ainda não foi verificado.

Por outro lado, este recolhimento acaba por funcionar como uma espécie de imposto de renda do próprio fundo. Possivelmente com base em tal raciocínio, a Medida Provisória nº. 806/2017 o estendeu à maior parte dos fundos fechados, obrigando o administrador a promover o resgate de cotas, mesmo que incompatível com a espécie de ativos titularizada pelo fundo – possivelmente prejudicando, assim, a atividade de diversos fundos fechados, que dediquem seus recursos a ativos de demorada ou difícil liquidação.

Ademais, tal Medida Provisória também incluiu em seu art. 8º previsão direcionada aos FIPs “não qualificados como entidade de investimento de acordo com a regulamentação estabelecida pela CVM”, submetendo-os à tributação aplicável às pessoas jurídicas. Nesse sentido, prevê o art. 4º da ICVM 579/2016 que os FIPs serão qualificados como entidades de investimento apenas se (i) obtiverem recursos de investidor com o objetivo de atribuir o desenvolvimento e gestão de carteira a gestor, que deverá reter de forma plena o poder de gestão discricionário; (ii) assumirem compromisso com os investidores de investir recursos unicamente com propósito de rentabilidade; (iii) adotem a mensuração e avaliação de seus investimento com base em valor justo; e (iv) definam em seus regulamentos estratégias claras e objetivas para o desinvestimento, de forma a maximizar o retorno aos cotistas.

Então, aventa-se que a Instrução (e a MP 806/2017) impõe(m) parâmetros de acordo com os quais se pressuporá a qualificação dos FIPs como sociedades. Como antes exposto,⁷⁶⁴ ora se sustenta que os fundos de investimento seriam qualificados como patrimônios separados, espécie do gênero universalidade de direito, compostos por comunhão de recursos dos cotistas que, todavia, não deixa de integrar seus respectivos patrimônios, mas passa a compor massa patrimonial própria, unificada e afetada por certa finalidade específica. Porém, como igualmente se colocou anteriormente, seguindo o procedimento de qualificação proposto,⁷⁶⁵ dever-se-á observar o interesse concreto perseguido por cada fundo, que poderá direcioná-lo no sentido de uma sociedade, caso se verifique a prevalência do poder deliberatório dos cotistas como elemento prevalente em sua condução. Portanto, caso exista

⁷⁶⁴ Ver subcapítulo 2.1 acima.

⁷⁶⁵ Ver capítulo 1 e subcapítulo 2.1 *supra*.

efetiva orientação ou condução dos trabalhos pelos cotistas, certamente se verificará também o *affectio societatis*, qualificando concretamente tais fundos como sociedades.

Da forma antes narrada, a MP 806/2017 passa a impor a tributação própria das pessoas jurídicas aos fundos que assim operem, evitando a aludida elisão fiscal e os benefícios específicos da previsão de negócio jurídico indireto. Tal norma, todavia, ao aplicar parâmetros dotados de certa generalidade, poderá abarcar FIPs que, na realidade, não operam como sociedade, afastando-os de sua *ratio*: possivelmente, tais FIPs poderão questionar a incidência da norma no caso concreto, sujeitando o contribuinte a mais uma instância do típico favorecimento estatal, próprio à matéria tributária – prevê-se antes a cobrança do tributo, para que depois seja questionada.

Observa-se, ademais, que tal norma apenas se destina aos FIPs, por ser este o único tipo de fundo que prevê a possibilidade de o poder de gestão discricionário ser exercido conjunta ou exclusivamente pelos cotistas. Assim se conclui a partir do art. 40, IX, da ICVM nº. 578/2016, que prevê a obrigação do gestor de “cumprir as deliberações da assembleia geral no tocante às atividades de gestão”, e também ao se notar seu art. 9º, XVIII, que faculta a composição de comitês ou conselhos, sem limitar suas funções (em oposição ao art. 84 da ICVM nº. 555/2014).

Logo, sendo este o único tipo de fundo que poderá, como parte da condução ordinária de suas atividades, reservar o poder de gestão aos cotistas ou conferir-lhes considerável influência sobre o mesmo, será, da mesma forma, o fundo vocacionado a concretamente se qualificar como sociedade, tão logo seja configurada a vontade dos cotistas como elemento central de sua orientação. Verificando-se a gestão em mãos exclusivas (ou com grande influência) dos cotistas, notar-se-á, de fato, composição muito semelhante à de uma sociedade. Tal conclusão se compatibiliza com as prévias assertivas do presente trabalho, considerando que um dos efeitos essenciais dos fundos de investimentos residiria, justamente, na alocação do poder de gestão discricionário nas mãos e sob a responsabilidade de terceiro. Caso, então, a gestão passe a ser ordinária e majoritariamente exercida por cotistas, é natural que, em manifestação do antes exposto negócio indireto, tais FIPs passem a se qualificar como sociedades – exercendo, ao final, a função precípua de sociedades, voltados à gestão compartilhada de atividade com fins lucrativos em contrato plurilateral.

Como não poderia deixar de ser, esta peculiar configuração implica certos desdobramentos, reservando aos cotistas de FIP inteira responsabilidade por seus atos de gestão. Naturalmente, o FIP já responderia, com seu patrimônio, perante terceiros por seus

atos de gestão,⁷⁶⁶ mesmo aqueles praticados em excesso, com culpa ou dolo pelo administrador,⁷⁶⁷ a menos que o terceiro tenha expresso conhecimento desta circunstância.⁷⁶⁸ Enquanto, porém, o administrador retém o poder de gestão, os cotistas poderiam responsabilizar o mesmo por prejuízos decorrentes de atos de gestão temerária.

Tais ressalvas deverão ser observadas nas funcionalidades a seguir descritas, sendo recorrentes em algumas de suas manifestações.

4.4.2 Planejamento patrimonial e sucessório

Em concreto, a funcionalidade atípica por ora mais adotada para os fundos diz respeito a seu emprego enquanto veículo de planejamento patrimonial, em especial para fins de eficiência de disposição sucessória. Aludida eficiência seria alcançada mediante a adoção de técnicas de planejamento fiscal, simplificação dos procedimentos para a transferência de titularidade, e mesmo a prevenção e resolução de conflitos entre os herdeiros.⁷⁶⁹

Ao passo que o planejamento patrimonial diz respeito à série de medidas tomadas para a organização de bens, sobretudo com o escopo de redução “do impacto fiscal sobre a gestão do patrimônio”,⁷⁷⁰ o sucessório tem objeto mais concentrado, visando ao cumprimento

⁷⁶⁶ “Ao assumir a posição de controlador de sociedade investida, o FIP passa a se submeter ao regime de responsabilidade inerente à posição de controlador” (Carlos Martins Neto, 2017, p. 149).

⁷⁶⁷ Posição aparentemente distinta é assumida por Carlos Martins Neto: “Nesse contexto, sendo atribuída qualquer responsabilidade ao FIP que não seja resultante de ato praticado com culpa ou dolo pelo administrador e/ou gestor do fundo, pode-se afirmar que tal responsabilidade recairá indiretamente sobre os cotistas do FIP” (Carlos Martins Neto, 2017, p. 149-150).

⁷⁶⁸ Tal raciocínio é decorrência da simples aplicação dos arts. 653, 663 e 673 do Código Civil.

⁷⁶⁹ “O cerne do tema envolve as relações familiares existentes e sua conjugação com os institutos de Direito Civil e Direito Empresarial, bem como sobre questões tributárias, isto é, o planejamento sucessório compreende igualmente um bom planejamento tributário, com a redução dos tributos a serem pagos por ocasião da sucessão *causa mortis*. Além desta vantagem, o planejamento sucessório permite ainda a destinação racional e a preservação dos bens, a preservação da atividade empresarial familiar, a liberação célere de recursos e ativos, a prevenção de litígios e a proteção de herdeiros e terceiros” (Elisa Costa Cruz e Lilibeth de Azevedo, *Planejamento sucessório* in Gustavo Tepedino e Luiz Edson Fachin (orgs.), *Diálogos sobre Direito Civil*, v. III, Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 537-538).

⁷⁷⁰ Ralf Madaleno, 2014, p. 17.

da vontade do instituidor no destino de seu patrimônio após o seu falecimento.⁷⁷¹ Seria, então, o planejamento sucessório espécie do patrimonial, voltado especificamente aos fins de organização de ativos para a sucessão *causa mortis*. Ainda assim, mesmo o planejamento sucessório tem por eminente escopo a economia de valores que seriam devidos a título de pagamento de tributos, ainda que outras vantagens sejam possíveis.⁷⁷²

Entre os outros benefícios do planejamento patrimonial ou sucessório, contudo, se encontra a previsão de efeitos determinados, incidentes à relação entre cotistas e às decorrências da sucessão destes perante o próprio fundo. Como tais previsões podem constar do regulamento (para além de acordo de cotistas específico, consoante debatido no subcapítulo 3.2.3 *supra*) – e, mais ainda, considerando que o administrador, que gere seu patrimônio, se vincula às suas disposições e figurará no papel de terceiro desinteressado que garantiria a sua observação – o fundo de investimentos revela-se como instrumento efetivo para promover esta finalidade.

Como anota a doutrina, a *holding* familiar é forma usualmente adotada no mercado para estas modalidades de planejamento, conferindo série de benefícios a seus instituidores.⁷⁷³

⁷⁷¹ “A expressão planejamento sucessório compreende um conjunto de projeções realizadas em vida, para serem cumpridas como manifestação de um querer especial, sobrevivendo a morte do idealizador, sendo então cumprida sua vontade em sintonia com seus antecipados desígnios tudo com vistas ao bem comum de seus herdeiros, construindo um ambiente de pacífica transição da titularidade da herança, contribuindo o planejamento da sucessão para a melhor perenização do acervo do espólio [...] O planejamento sucessório tem por objetivo o exercício prático de uma atividade preventiva com a adoção de procedimentos realizados ainda em vida pelo titular da herança com vistas à distribuição e ao destino de seus bens para após a sua morte” (Ralf Madaleno, 2014, p. 12-18). Ainda, no mesmo sentido: “Planejamento sucessório é instrumento jurídico que permite a adoção de uma estratégia voltada para a transferência eficaz e eficiente do patrimônio de uma pessoa após a sua morte” (Elisa Costa Cruz e Lilibeth de Azevedo, 2012, p. 537).

⁷⁷² “Tanto no planejamento patrimonial como no sucessório, são buscados caminhos legais no propósito de planificar a melhor administração dos bens, para preservação do patrimônio pessoal ou empresarial, promovendo aquele que planeja a análise dos riscos inerentes a qualquer negócio. As regras a serem aplicadas estão estritamente dentro dos ditames legais e buscam minimizar os perigos oriundos de crises econômicas, ou causados pelo falecimento de pessoas com postos-chaves na direção empresarial de sociedade familiares, ou surgidos do aumento de carga tributária, das regras de proteção patrimonial previdenciária, sucessória e imobiliária, sendo prospectados temas ligados aos tipos societários, às empresas *offshore*, às empresas *holdings*, à sucessão empresarial, às questões trabalhistas, cíveis, comerciais, à sucessão na empresa familiar, aos regimes de bens e ao direito sucessório” (Elisa Costa Cruz e Lilibeth de Azevedo, 2012, p. 17).

⁷⁷³ “Aproveitando-se dessa estrutura e finalidade para fins de planejamento sucessório, surge a holding familiar, que pode ser descrita como a sociedade que controla o patrimônio de uma ou mais pessoas naturais e tem por objeto social a participação em outras sociedades, a administração de bens próprios e dos sócios. Quando diante de um patrimônio vultoso a ser partilhado, a utilização da estrutura de uma sociedade empresarial afigura-se mais adequada, eis que permite a concentração dos atos de gestão patrimonial, na medida em que todo o patrimônio, móvel ou imóvel, decorrente de aquisições particulares ou profissionais, está concentrado em apenas uma sociedade para fins de administração; agiliza a partilha, que recairá sobre as quotas ou ações

Assim, os fundos de investimento passam a exercer o mesmo papel, apenas organizando-se de forma distinta. A mesma doutrina prevê a utilidade que teria o *trust* para o planejamento sucessório,⁷⁷⁴ caso previsto no ordenamento brasileiro: mais uma vez, porém, deve ser ressaltado que os fundos passam a cumprir o papel que seria exercido pelo *trust*.

Não à toa, a própria CVM adaptou suas normas de modo a comportar o exercício desta função pelos fundos de investimento: notadamente, no art. 128, II, da ICVM nº. 555/2014, que autoriza que investidores relacionados a investidor profissional por vínculo familiar⁷⁷⁵ ou vínculo societário familiar⁷⁷⁶ sejam admitidos como cotistas de fundo restrito aos investidores profissionais. Nesse sentido, a autarquia ajusta sua instrução para possibilitar que se constituam fundos exclusivos (restritos, art. 130 da mesma norma, aos investidores profissionais) ou, de outra forma, fundos feitos ‘sob medida’, para que figurem como *holdings* familiares, que concentrem os ativos (notadamente, ações ou quotas representativas da participação em sociedades) de determinado grupo familiar.

Diferentes tipos de fundo poderão se mostrar vocacionados a tal papel, mas o que assumirá especial relevo será o FIP, pois, com frequência, o veículo deterá o controle de sociedades titularizadas pela mesma família. Todavia, é possível que outros tipos se mostrem adequados de acordo com o caso concreto, como os fundos multimercado (que poderão deter diferentes tipos de ativo, sem tantas obrigações de concentração). Novamente se coloca, contudo, indagação a respeito da qualificação de tais fundos como sociedades, já ressaltada acima: caso o poder de gestão seja exercido com proeminente influência de cotistas, tal fundo poderá ser qualificado como uma sociedade. Mas nem sempre será o caso: como se apontará a seguir (subcapítulo 4.4.3), diversos conflitos podem ser evitados ao se reservar os poderes de

da sociedade; e, (sic) reduz a carga tributária, pois incidirá na espécie imposto de renda sobre pessoa jurídica” (Elisa Costa Cruz e Lilibeth de Azevedo, 2012, p. 554-555). Igualmente, ver Rolf Madaleno, 2014, p. 30-31.

⁷⁷⁴ “Assim, caso o *trust* venha a ser regulamentado, será uma excelente opção para promover o planejamento sucessório através da constituição de um patrimônio de afetação que atenderá à finalidade previamente estipulada pelo *settlor* a favor do *cestui que trust*, que passará a ser administrada pelo *trustee*. [...] Caso o sujeito opte pelo *trust* ainda em vida, será possível beneficiar pessoas que não os herdeiros necessários com os frutos da legítima que, por sua vez, ficará resguardada, apesar de o *trustee* ter autonomia para dispor dos bens que administra” (Elisa Costa Cruz e Lilibeth de Azevedo, 2012, p. 559-561). Em sentido semelhante, Rolf Madaleno, 2014, p. 28-29).

⁷⁷⁵ Definido, pelo art. 2º, L, da mesma Instrução como o vínculo entre “ascendentes, descendentes ou parentes afins, civis e colaterais até o segundo grau”.

⁷⁷⁶ Da mesma forma, define o art. 2º, LI, da Instrução supracitada como o “vínculo decorrente da participação direta ou indireta em empresa constituída com o objetivo de consolidar patrimônio de um grupo de pessoas que possuam vínculo familiar”.

gestão aos prestadores de serviço do fundo, podendo mesmo ser tal disposição fundamental aos fundos constituídos para o planejamento sucessório ou patrimonial.

4.4.3 Organização de bloco de voto ou de controle, ou *voting trust*

Segunda potencialidade à qual se vocacionam os fundos de investimento – e, mais uma vez, notadamente os FIPs – diz respeito à organização de bloco de voto ou de controle⁷⁷⁷ de sociedades e grupos empresariais.

Tal função residiria no emprego da estrutura dos fundos para reunir, no mesmo veículo, grupo de acionistas ou sócios que, conjuntamente, exerceria seu direito de voto ou seu poder de controle em sociedade investida.

Esta forma organizacional proveria certos benefícios: a uma, figuram os benefícios decorrentes da própria estrutura do FIP, que o isola da estrutura das sociedades investidas. Noutras palavras, poderia ser empregada como forma de (i) ocultar o voto proferido por cada membro do bloco; de (ii) também ocultar os termos de acordo de cotistas dos demais acionistas e quotistas da sociedade investida, e de sua administração; e de (iii) mitigar o risco da inobservância de acordo de acionistas ou quotistas pela sociedade investida.

Caso os investidores titularizem diretamente as ações ou quotas da sociedade investida (e não por intermédio de FIP), ainda que firmem acordo próprio, a sua observação (que será obrigatória à sociedade se arquivado, art. 116 da Lei das S.A.) dependerá da administração da sociedade, e persistirá o risco de interessados acessarem os seus termos.

Por outro lado, figurando o FIP como titular de todas as ações ou quotas que seriam de titularidade direta de seus investidores, a observação de acordo próprio dependerá somente do administrador ou gestor do FIP, que proferirá o voto na sociedade investida em seus termos; e

⁷⁷⁷ “O bloco de controle é uma universalidade de fato – é considerado coisa coletiva apenas em razão da identidade da pessoa (ou grupo de pessoas) titular das ações que o compõem: (a) as ações são coisas simples que somente podem ser desdobradas ou grupadas mediante alteração do estatuto social, observados os preceitos da lei; (b) o titular de duas ou mais ações possui cada uma delas como objeto distinto de direito; e (c) o bloco de controle somente existe enquanto as ações são de propriedade da mesma pessoa (ou de grupo de pessoas vinculadas por acordo de acionistas). A fonte do poder de controle é o bloco de controle, como coisa coletiva, e não as ações que o compõem (consideradas singularmente) nem os direitos de voto por elas conferidos (considerados isoladamente)” (Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *Direitos das Companhias*, V. I. p. 826-827).

seu acesso restará restrito aos cotistas do FIP, integrantes do bloco de voto ou de controle. Esta alocação poderá ser útil caso a administração da sociedade investida não seja confiável, ou caso as disposições do acordo ou o conteúdo de deliberações sejam sigilosas. Tal FIP, assim, poderá se prestar a evitar a disseminação de informações sensíveis ao mercado em certas situações, promovendo interesses não apenas merecedores de tutela, mas úteis à manutenção da lisura do próprio ambiente de negócios.

Todavia, mesmo que se cogite a respeito da possibilidade de tal bloco de votos em caráter reservado ou sigiloso, dúvidas emanam a respeito de sua legalidade. Anotam Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão filho que qualquer “centro parassocietário de poder de voto”, qualquer “nova instância” de deliberação, deve ser compatível com a regulamentação societária.⁷⁷⁸ Os juristas observam que, para que sejam efetivos perante terceiros, “o registro e a averbação, previstos expressamente para o acordo de acionistas, são exigências também para a convenção de condomínio, os estatutos do *voting trust* e da *holding*”,⁷⁷⁹ ao que tratar-se-ia de “exigência para a aceitação do representante do condomínio (art. 28), do *voting trust* e da *holding*. Isso impediria a existência de centros secretos – e incontroláveis – de poder de controle”.⁷⁸⁰ Por conseguinte, para que tenham plena efetividade, o regulamento do FIP e eventual acordo de cotistas precisariam ser também arquivados junto à companhia investida.

A questão realmente tormentosa reside na possibilidade de ocultação da identidade dos participantes de FIP, a fim de impedir a verificação de conflitos de interesse formal (*ex ante*),⁷⁸¹⁻⁷⁸² como aqueles nas hipóteses do art. 115, § 1º, da Lei das S.A. Tal técnica de

⁷⁷⁸ Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 147.

⁷⁷⁹ Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 148.

⁷⁸⁰ Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 148.

⁷⁸¹ “Na primeira hipótese de conflito, que de ora em diante denominar-se-á potencial ou formal, não é, portanto, necessário sequer indagar de lesão ao interesse social ou à sociedade. Exatamente como nos casos da gestão ou administração de negócios de terceiros em geral haverá conflito formal toda vez que *a priori* o agente tiver interesse direto no negócio ou não. Como hipótese de existência de interesse direto deve-se entender toda aquela situação em que o gestor for direta contraparte ou de qualquer forma tiver interesse maior na contraparte da sociedade” (Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 151).

⁷⁸² “Mesmo quando existam benefícios equitativos para ambas as partes, que é aquilo que se deve pressupor, haverá sempre conflito e não convergência de interesses. É esse mesmo critério formal, e não substancial, que suspende o exercício do voto do acionista controlador no exame de suas contas ou do acionista na aprovação do laudo referente aos bens com que se propõe a subscrever o capital da companhia [...] Já se viu que a abstenção do voto tem como fundamento o conflito de interesses *lato sensu*, encontrável em qualquer relação contratual de natureza unilateral ou bilateral, portanto de caráter formal e apriorístico” (Modesto Carvalhosa, 2003, p. 464-465).

verificação de conflitos de interesse se sobrepõe ao chamado conflito de interesse substancial (*ex post*), vislumbrado após a conduta do acionista conflitado, a fim de se perquirir se ocorreu efetivo prejuízo à companhia.⁷⁸³ Porém, por um lado, observa-se a posição de Kraakman,⁷⁸⁴ que defende apenas a pertinência da análise *ex post*, no dito conflito de interesse substancial – sendo acompanhado na doutrina pátria por Erasmo Valladão França⁷⁸⁵ e Trajano de Miranda Valverde.⁷⁸⁶

Mesmo que se sustente a necessidade de verificar possíveis conflitos de interesse material, poderá o administrador (ou gestor, conforme o caso) do FIP ser incumbido, como representante dos cotistas e única parte inteiramente apta a controlar a lista de cotistas então vigente, de observar tais situações de conflito material, respondendo por negligência caso tenha conhecimento (ou deva inequivocamente ter, dada a culpa que deve revestir a modalidade subjetiva de sua responsabilidade civil na hipótese) e não os observe. Tal dever decorreria do obrigatório e estrito respeito às disposições legais e regulamentares que deve permear a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, por expressa imposição do art. 19 da ICVM nº. 558/2015.⁷⁸⁷ Seria outra forma de responsabilização do

⁷⁸³ “O conflito de interesses substancial ou atual é a regra geral de conflito. Consiste em última instância em um critério de culpa, constituindo um limite comportamental (e não propriamente estrutural) ao poder de controle (pois não contém nenhuma proibição *ex-ante*). É interessante notar que o critério não é mais o de culpa *in concreto* do antigo administrador de negócios romano. O critério é agora de uma culpa *in abstracto* parametrada por uma razoabilidade de mercado. Entende-se que as transações de mercado (desde que esse mercado seja competitivo e não monopolizado) fornecem critério muito mais seguro para apuração da razoabilidade da transação (até porque não é frequente a hipótese em que há comportamentos anteriores do administrador obrando em seu próprio negócio). Assim, como critérios de apuração são geralmente mencionadas operações anteriores da própria sociedade ou operações semelhantes no mercado” (Fabio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 153).

⁷⁸⁴ Reinier Kraakman *et al.*, *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2.ed. Nova Iorque: Oxford, 2009. p. 44.

⁷⁸⁵ Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.*, São Paulo: Malheiros, 1993. p. 92-97.

⁷⁸⁶ “Se houver abusos, os tribunais aí estão para corrigi-los [...] Se o acionista apesar da proibição legal, tomar parte de deliberação, que lhe atribuir vantagem particular, poderá qualquer acionista, com fundamento no art. 156, [do Decreto-lei n. 2.627/40] promover a anulação da resolução da assembléia geral” (Trajano de Miranda Valverde, *Sociedades por ações: comentários ao decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*, 2.ed., Rio de Janeiro: Forense, 1941. V. 1. p. 404).

⁷⁸⁷ Art. 19 da ICVM nº. 558/2015: “O administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve garantir, por meio de controles internos adequados, o permanente atendimento às normas, políticas e regulamentações vigentes, referentes às diversas modalidades de investimento, à própria atividade de administração de carteiras de valores mobiliários e aos padrões ético e profissional”.

administrador por terceiros, que não os cotistas, à semelhança do sustentado no subcapítulo 3.3.3 acima, relativo à insolvência de fundo de investimentos.

Independentemente da admissão do emprego dos fundos para organização de bloco de controle ou de voto na supracitada maneira, há outras possíveis utilidades.

Com a constituição de FIP, o administrador ou o gestor poderão atuar como agentes dos cotistas, assumindo incumbências relacionadas à observação de regras de *compliance* nas sociedades investidas, particularmente úteis caso os cotistas não tenham acesso a meios próprios para efetivar tal controle, contando com a estrutura profissional dos prestadores de serviços do fundo.

A três, finalmente, o administrador poderá figurar como árbitro dos conflitos de interesses que emanem dentro do próprio bloco, evitando conflitos que se desenrolariam no escopo da própria sociedade investida, expondo interesses dos cotistas, e também controlando-os de forma mais eficiente, vez que terá maior controle sobre a posição de cada cotista (neste sentido se colocando as disposições da dita prática de ‘*know your client*’).

Inclusive, seria possível cogitar se tal forma de configuração da propriedade acionária (que passaria a ser detida pelo FIP, não por seu cotista) daria margem à efetivação de mecanismo, na prática, próximo ao *voting trust* norte-americano, possivelmente segregando a titularidade dos direitos políticos associados à ação,⁷⁸⁸ que poderiam ser exercidos apenas nos termos do regulamento e de seu eventual acordo de cotistas, efetivado por seu administrador ou gestor. Na forma antes indicada, os cotistas do FIP seguirão titularizando as ações que figuram na carteira deste, apenas segregando-as no patrimônio separado que compõe o fundo e, ainda assim, o exercício do direito de voto poderá ser regulado de forma específica, concretamente “destacado” da propriedade das ações, tal qual o *voting trust* norte-americano. Como anota a doutrina, usualmente tal tipo de arranjo seria impossível no atual estado do ordenamento brasileiro.⁷⁸⁹

A utilidade de FIP constituído para tal funcionalidade (formação de blocos de controle, voto ou *voting trust*) poderá ter sido gravemente prejudicada pelas supracitadas (subcapítulo 4.4.1 acima) alterações na legislação tributária atinente aos fundos. Como, via de regra, os

⁷⁸⁸ Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 163-166.

⁷⁸⁹ “A constituição de *voting trusts*, com toda essa instrumentação orgânica prevista no direito norte-americano, inclusive com a emissão de títulos próprios, é juridicamente impossível no Brasil. O que se pode é realizar a transferência fiduciária da propriedade de ações, que não separa o voto dos demais direitos acionários, e que aparece perante a companhia, salvo o caso de alienação fiduciária em garantia, como uma transferência pura e simples de propriedade” (Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, 2005, p. 167).

FIPs orientados neste sentido não prescindirão da retenção do poder de gestão nas mãos dos cotistas, serão tributados como se pessoas jurídicas fossem, a excessivamente encarecer a estrutura (já custosa, dados os deveres de *compliance* próprios de fundo de investimento), de modo a torna-la inviável para muitos casos.

Ainda assim, nota-se que sequer há, em análise apriorística, sociedade neste caso: não passaria o FIP de veículo para organizar bloco de voto ou controle, que participa coletivamente de sociedade investida. Apesar deste fato, tal FIP provavelmente atrairá as citadas disposições da ICVM nº. 578/2016, afastando-lhe do enquadramento enquanto “entidade de investimento” e atraindo a tributação própria das pessoas jurídicas, a demonstrar a generalidade desta instrução e a irrazoabilidade da MP nº. 806/2017, que acabam por criar óbice excessivo e injustificado.

4.4.4 Titularidade de ativos em caráter fiduciário: exercício de titularidade em nome de terceiros e prevenção de conflitos de interesse (*blind trust*)

A terceira funcionalidade ora tratada diz respeito à adoção da estrutura de fundo de investimentos para a efetivação da administração fiduciária de bens e direitos, notadamente sob a perspectiva do exercício da titularidade destes em nome de terceiros e da resolução de conflitos de interesse decorrentes da posição de cotistas.

Nesse sentido, ainda que os bens e direitos que, reunidos, integram patrimônio separado – que, como antes sustentado, constitui o próprio fundo de investimentos – sigam sob a titularidade de seus cotistas, estes permanecerão vinculados à finalidade prevista no regulamento, que anima a sua unificação em universalidade de direito. Portanto, mesmo que se mantenha a sua titularidade, tais bens e direitos seguirão segregados, sem a disposição direta por parte dos cotistas e restando submetidos às decisões do administrador ou gestor, que exercem seu poder de gestão discricionário, efeito essencial aos fundos.⁷⁹⁰

Além disso, a conjugação de tais bens e direitos em universalidade de direito, reconhecida como centro de imputação, centraliza o exercício de sua titularidade, unificando-os em veículo próprio, que representará a comunhão de recursos reunida para o fim comum.

⁷⁹⁰ Ver subcapítulo 2.6 acima.

Tais características que, reunidas, remetem ao *trust*,⁷⁹¹ permitirão que os fundos sejam empregados como veículo para a administração fiduciária de bens e direitos. Em certas hipóteses, como no de garantias outorgadas a grupo de pessoas, os fundos podem servir como veículos para titularizar tais ativos em nome da coletividade, simplificando questões registrares e de excussão de garantias. Por exemplo, se verificada a inadimplência de obrigação, a decisão do administrador (ou a decisão majoritária em assembleia de cotistas) vinculará todos os cotistas, evitando que dissidentes inviabilizem a operação.

Mesmo no contexto da emissão de debêntures, a constituição de fundo de investimentos para figurar como titular de ativos entregues pela emissora em garantia a debêntures poderá facilitar a custódia e excussão pelo administrador fiduciário, que poderá evitar os riscos associados ao recebimento de ativos em nome dos debenturistas (como a eventual responsabilidade por passivo de sociedade, cujas quotas tenham sido empenhadas ou fiduciariamente cedidas em favor dos debenturistas: como inexiste previsão legal que determine a segregação patrimonial dos bens titularizados em caráter fiduciário pelo agente fiduciário, este poderá se sujeitar aos riscos decorrentes destes bens).⁷⁹² O fundo seria veículo apto a receber tais bens, a reunir as deliberações dos titulares, a distribuir responsabilidades e despesas, além de facilitar transações.

Ainda, o regulamento do fundo de investimentos poderá prever disposições específicas a respeito da forma em que tal administração fiduciária deverá ser exercida pelos prestadores de serviços do fundo, adaptando-as conforme a necessidade concreta. Dessa forma, o fundo assumiria por inteiro uma das principais finalidades do *trust*, suprimindo parte da carência do

⁷⁹¹ Ver subcapítulo 2.6 *supra*.

⁷⁹² Seria esta uma das deficiências da Lei das S.A., constituindo questão problemática em emissões de debêntures. Como a lei não determina a segregação patrimonial dos bens recebidos pelo agente fiduciário em nome dos debenturistas (que, dada a natureza disseminada de muitas emissões, não poderiam receber os ativos diretamente), este assume a responsabilidade direta (sem prejuízo de direito de regresso e da possibilidade de solicitar aportes dos debenturistas) pelo passivo que decorra de tais bens. Rememore-se, como exposto no subcapítulo 2.1 acima, que deve existir previsão legal expressa para que a segregação patrimonial ocorra. Apesar disso, o agente fiduciário teria o dever de buscar o *recovery* do crédito, mesmo se exercendo os direitos de excussão de garantias em nome dos debenturistas, sempre que preciso (Ver José Romeu Garcia do Amaral (2003, p. 243): “o agente fiduciário tem como funções: (i) representar a organização dos debenturistas perante a sociedade emissora; (ii) fiscalizar o cumprimento das obrigações assumidas pela sociedade emissora na escritura de emissão; (iii) exercer os poderes conferidos para a satisfação dos créditos dos debenturistas”). Logo, a constituição de fundo, cujas cotas sejam distribuídas de forma proporcional à titularidade de debêntures, poderia ser uma solução para tal questão, ao que os ativos seriam recebidos pelo fundo (e, ademais, se possuir as qualificações necessárias, poderia o próprio agente fiduciário administrar o fundo). Novamente, porém, os custos de transação inerentes aos fundos de investimento poderão figurar como um óbice.

instituto no ordenamento pátrio. Tais disposições, para além de não vedadas pelas instruções da CVM, iriam ao encontro do carácter de fidúcia das funções ordinariamente exercidas pela administração do fundo, demonstrando compatibilidade funcional.

Outro relevante papel que poderia ser prestado pelos fundos com fins de titularidade de ativos em carácter fiduciário se refere à resolução de conflitos de interesse que se verificariam a partir da relação entre os cotistas e os ativos detidos pelo fundo de investimentos.

Nessa direção, os cotistas poderiam evitar posição jurídica que lhes coloque em conflito de interesses: por exemplo, caso sigam administrando sociedades e assumam certos cargos públicos;⁷⁹³ exercer direito de voto em sociedades nas quais estejam impedidos (como em situações que envolvam outros negócios de seu interesse, em face a interesses da própria sociedade); negociar em posição na qual detenha informações privilegiadas; negociar ativos que inevitavelmente afetem os interesses de incapazes por si representados, entre outros inúmeros possíveis cenários.

Em especial, este emprego da estrutura dos fundos encontraria relevo nas hipóteses de verificação de conflitos de interesse *ex ante*, a partir da própria posição ocupada pela parte (e não aos efeitos concretamente verificados *a posteriori*, em manifestação da verificação *ex post*), com relação à deliberação ou decisão que a configura.⁷⁹⁴

Então, um fundo de investimento seria empregado para evitar tal situação de conflito, caso o poder de gestão discricionário permaneça, por completo (e, ao menos, até que a situação de conflito se encerre), sob controle do administrador ou gestor. Inclusive, assim apontou expressamente o Colegiado da CVM, na Reunião do Colegiado nº. 30/2001, ao apreciar o caso do Fundo CMC / Opportunity Equity Partners, identificando a discricionariedade absoluta do administrador como efeito essencial dos *blind trusts*:

Na verdade, há mesmo fundos (*blind trusts*) em que a discricionariedade absoluta do administrador é característica essencial. Em outros, normalmente fechados, como os fundos de investimento em participações (assim denominados pela Resolução CMN nº 2829/01, e conhecidos como fundos de *private equity*), tal discricionariedade, em

⁷⁹³ Por exemplo, a Lei Orgânica da Magistratura (Lei Complementar nº. 35/1979) proíbe, em seu art. 26, II, 'a', que os magistrados exerçam outras funções (com exceção do magistério), o que inclui administrar sociedades nas quais figurem como sócios.

⁷⁹⁴ A respeito do conflito de interesses *ex ante* e *ex post* ver o subcapítulo 4.4.3 acima, especialmente as notas de rodapé nº. 815 a 820.

maior ou menor escala, está também presente, e é determinada pelo Regulamento do fundo.⁷⁹⁵

Por evidência, para a sua efetividade, necessário que o cotista não tenha qualquer influência sobre tais decisões, que serão tomadas pelos prestadores de serviço do fundo, em seu melhor interesse. O administrador teria, assim, dever fiduciário com relação aos interesses dos cotistas – o que incluiria diligenciar para que sejam respeitadas as limitações impostas pelo cenário de conflito de interesse, cuja inobservância, ao final, geraria riscos aos próprios cotistas.

Para a sua adoção, seria necessária, ainda, a verificação de separação e de filtragem entre os processos decisórios (e informações sensíveis a estes relacionadas), e a influência dos cotistas (assim como as informações colocadas à disposição dos cotistas), garantindo que a situação de conflito não se perpetue. É forma peculiar de manifestação da técnica alcunhada de ‘*chinese wall*’, que usualmente se destina aos próprios prestadores de serviços dos fundos.⁷⁹⁶ Seria, assim, contexto em que o dever de informação toma característica forma, sendo necessário que o cotista apenas acesse o estritamente necessário para fiscalizar a atuação do administrador e prestadores de serviço do fundo – possivelmente, contratando terceiros independentes para verificar tais processos decisórios, ou dispondo de informações posteriores à tomada de decisão.

Embora tal fundo apresente evidente utilidade para diversos intuitos merecedores de tutela, que gerariam externalidades positivas a todo o mercado e sociedade, sua adoção esbarra, mais uma vez, nos elevados custos associados à manutenção do arcabouço jurídico-administrativo dos fundos de investimento e também no caráter restritivo das normas que autorizam a criação de fundos exclusivos e das que dispensam parte das diversas obrigações

⁷⁹⁵ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/decisoaes_antigas/anexos/decisoaes-2001.pdf>. Acesso em: 5 fev. 2018.

⁷⁹⁶ “A segregação de atividades, muitas vezes também referida como “Chinese Wall”, tem como finalidade mitigar os conflitos de interesse que naturalmente surgem na administração de recursos de terceiros, especialmente em relação à administração de recursos próprios ou quando tal atividade for exercida por entidade integrante de conglomerado no qual se exerçam outras atividades no mercado de capitais, como banco de investimento, por exemplo” (Eduardo Cherez Pavia, 2016, p. 128). No mesmo sentido: “A segregação de atividades, também conhecida como ‘Muralha da China’ (*Chinese Wall*), é um método que pode ser muito eficaz para evitar o surgimento de conflitos de interesse, notadamente no caso de administradores que gerem recursos próprios e terceiros. Essas práticas podem consistir em segregação de informações, para prevenir o acesso a informações privilegiadas; segregação de gestão, com o fito de isolar a atividade de gestão de recursos de terceiros das demais atividades financeiras da instituição; e segregação patrimonial, pela qual os recursos e ativos de terceiros não podem se comunicar com outros bens do administrador” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 117-118).

(que, neste caso e em boa parte, seriam dispensáveis, dado o caráter específico do fundo) que tanto majoram as despesas relacionadas aos fundos. Em tal esteira, muitos dos mecanismos de fornecimento de informações aos cotistas tornar-se-iam inócuos, não apenas pela restrição ao acesso à informação de que dispunham, mas também pelo caráter personalizado do fundo, que prescindiria a observação de regras de *suitability*.

Este papel é, no direito norte-americano, teoricamente exercido pelos *blind trusts*,⁷⁹⁷ constituídos precisamente para evitar situações decorrentes ou potenciais conflitos de interesse, ou mesmo para reservar recursos para beneficiários, submetendo o acesso aos recursos a certo termo (como a entrada na maioridade) ou condição (como o fornecimento de assistência a certa pessoa). A sujeição dos recursos a tais disposições seria justificada pelo emprego do *trust* não apenas para o afastamento de conflitos de interesse no sentido estrito e juridicamente reconhecido, mas também para evitar conflitos de agência – categoria mais ampla, na qual se enquadram aqueles, incluindo igualmente qualquer situação na qual os interesses do agente divirjam da parte afetada por sua tomada de decisão.⁷⁹⁸

Notoriamente, o *blind trust* foi recentemente utilizado (ainda que com dúvidas a respeito de sua efetividade) pelo presidente norte-americano Donald Trump, que isolara suas participações societárias em veículo próprio, com relação ao qual não teria qualquer influência ou acesso a informações sensíveis no que tange às decisões de gestão – que, contudo, passaram a ser tomadas por um de seus funcionários e por um de seus filhos.⁷⁹⁹

⁷⁹⁷ Apesar de recorrentes críticas a respeito de sua efetividade: “In June 2005, Senate Majority Leader Bill Frist directed the trustees of his family’s thirteen trusts to sell all stock in HCA – the hospital company established by Frist’s father and brother, the nation’s largest hospital chain. This would have been an unremarkable event, except for the fact that all thirteen trusts were established as blind trusts for the benefit of Bill Frist and his immediate family members. This blindness theoretically meant the trustees kept the former Senator and his family in the dark about the identity and management of the assets held in trust” (Megan J. Ballard, *The Shortsightedness of Blind Trusts* in *U. Kansas Law Review*, n. 42, 2007-2008. p. 43). Em tradução livre: “Em junho de 2005, o líder da maioria do Senado norte-americano, Bill Frist, determinou que os *trustees* dos treze *trusts* de sua família alienassem todas as ações do HCA – uma companhia que presta serviços hospitalares, estabelecida pelo pai e pelo irmão de Frist, a maior cadeia de hospitais dos Estados Unidos. Este teria sido um evento pouco significativo, se não fosse o fato de todos os treze *trusts* terem sido constituídos como *blind trusts*, em benefício de Bill Frist e seus familiares próximos. Esta ‘cegueira’ teoricamente significava que os *trustees* mantinham o ex-Senador e sua família no escuro a respeito da identidade e administração dos ativos mantidos em fidúcia”.

⁷⁹⁸ “Em decorrência desse distanciamento, sabendo que o ser humano age com o intuito de maximizar as vantagens pessoais, vislumbra-se a ocorrência de conflitos de interesses entre o proprietário e o administrador. Essa divergência de interesses entre o principal (proprietário) e o agente (administrador) recebe o nome de ‘conflito de agência’” (Mário Tavernard Martins de Carvalho, 2012, p. 114).

⁷⁹⁹ Ver **Erro! A referência de hiperlink não é válida**. <http://www.chicagotribune.com/news/nationworld/politics/ct-trump-blind-trust-20170403-story.html>, Acesso em: 22 jan. 2018. Ainda, nota-se que o *blind trust* também ocupa papel de prevalência na série

Aludida menção demonstra que não apenas os fundos para tanto constituídos igualmente prestariam papel reservado aos *trusts*, mas também evidencia um problema: pouco adianta constituir fundo voltado à resolução de conflitos de interesse se o responsável pela tomada de decisão ocupa posição próxima (pior ainda, de natureza afetiva ou familiar) ao cotista. Por óbvio, a efetividade desta configuração será posta em dúvida, sendo inevitável indagar se, de fato, o cotista não obtém acesso às informações sensíveis e decisões tomadas no âmbito do fundo.

Neste sentido e acertadamente, a CVM inclui em sua Instrução nº. 579/2016, o impedimento de que as decisões de gestão de FIP que se qualifique como entidade de investimentos sejam tomadas por parte ligada aos administradores das entidades investidas (art. 5º, III) – conceituando a “ligação”, por sua vez, como vínculo familiar, afetivo ou de relacionamento de qualquer espécie, no qual possa expor sua influência (art. 6º).

Em outras palavras, para que o FIP realmente restrinja o exercício do poder de gestão ao administrador do fundo, não poderá ser verificado vínculo (de qualquer tipo) entre os administradores das sociedades investidas e os cotistas, a fim de garantir seja isolada a tomada de decisão. Parâmetro semelhante deveria orientar os fundos constituídos para o fim específico de resolução de conflitos de interesse, que se assemelhem à função exercida pelo *blind trust*.

4.4.5 Constituição de garantia e segregação dos bens que a compõem

Outra funcionalidade atinente aos fundos de investimento, em aplicação de sua característica de segregação patrimonial, diz respeito à constituição de garantias, por meio da reunião de bens em patrimônio separado, especificamente para que as cotas do fundo sejam objeto de gravame em favor de credor.

Nesse sentido, a depender do tipo de fundo de investimentos – como um fundo multimercado, por exemplo –, o veículo poderá figurar como titular de uma série de ativos,

Billions, em que a fortuna de seu protagonista, um procurador federal, segue segregada de sua gestão enquanto ocupa o cargo – a sua administração fica, assim, a cargo do seu pai, o que também gera diversos problemas.

agregando diferentes formas, adaptando a eventual garantia ao perfil de risco e retorno esperado pelo credor.

Da mesma forma, a utilização de fundo de investimentos imobiliário para tanto permite reunir no mesmo veículo diferentes imóveis, simplificando sobremaneira a constituição do gravame – que, ademais, prescindiria dos esforços de alteração e contínua manutenção da situação registral de cada bem, agravada pelas peculiaridades atinentes aos Registros de Imóveis. Em palavras diversas, ao invés de necessitar registrar os termos do gravame, o credor poderá consignar no registro do administrador do fundo o ônus de cessão fiduciária de cotas em garantia, reunindo efetividade e simplicidade em sua constituição e eventual excussão.

Tipo diverso de fundo que poderá assumir relevante vocação a tal função seriam os FIDCs, uma vez que comportam (especialmente em sua espécie “não-padronizada”, disposta na ICVM nº. 444/2006) a titularidade de direitos creditórios. Seria, efetivamente, um dos únicos mecanismos que viabilizariam com suficiente segurança a oneração de direitos creditórios para fins de garantia, que oneraria suas cotas. Com tal mecanismo, e em termos parecidos com os indicados acima aos FIIs, a consignação deste gravame figuraria bem mais simples que a constituição e manutenção da afetação de ônus sobre diversos ativos, tarefa árdua, que exigiria contínuos esforços por parte do credor e de seus agentes. Tal questão se agrega e se imiscui à tratada no subcapítulo subsequente, a respeito da funcionalidade de fundos voltados à securitização de créditos, vez que a ressignificação de direitos creditórios em títulos circuláveis no mercado é, em essência, uma operação de securitização. Na presente hipótese, todavia, se ressalta a possibilidade de sua composição para fins de garantia, no lugar da funcionalidade própria da securitização, voltada à facilitação de circulação no mercado.

Além disso, no sentido exposto acima, tal funcionalidade também se beneficiaria do regime fiscal peculiar aos fundos, evitando a incidência dos impostos que incidiriam sobre estrutura semelhante, que recorresse à constituição de sociedade de propósito específico, além de mitigar outros riscos, gerados pela incompatibilidade funcional deste fim com as características da sociedade empresarial – como as dificuldades de adoção de métodos de valoração de quotas, a teórica inaplicabilidade de regras de dissolução integral ou parcial de sociedade e de diversas outras normas atinentes à disciplina jurídica das sociedades.

Ademais, outra sinergia redundaria da aplicação desta estrutura: o administrador (ou outro prestador de serviços) poderá receber a incumbência, em regulamento, de acompanhar a

regularidade e manutenção dos ativos do fundo, que comporiam a garantia, e de observar procedimentos simplificados de excussão do gravame que onera suas cotas.

Adicionalmente, o gravame (e o próprio regulamento) poderá impedir que o cotista aliene as cotas, e também comportaria a possibilidade de incluir no escopo da garantia os valores decorrentes de eventuais rendimentos ou resgate de cotas. A cessão fiduciária assume especial relevo para tal previsão, uma vez que esta poderá compreender também a cessão fiduciária dos direitos creditórios decorrentes das cotas (em aplicação do art. 66-B da Lei do Mercado de Capitais), colocando-os, em titularidade fiduciária, no patrimônio do credor, que poderia excutir tais garantias sem a necessidade de interpelação judicial, como reconhece a jurisprudência.⁸⁰⁰ Para tanto, sequer seria necessária a estrutura tipicamente adotada pelo mercado para este fim, consistente na criação de conta vinculada (*escrow account*), para que instituição financeira bloqueie os valores mediante a ocorrência de previsões contratuais (permitindo efetivamente que a obrigação seja efetivada extrajudicialmente) – estrutura custosa, gerando diversos custos de transação às partes.⁸⁰¹ Em sua substituição, o administrador já poderia ser instruído a seguir os termos do gravame, repassando os direitos creditórios liquidados diretamente ao credor, tão logo seja verificado evento de inadimplemento.

A cessão fiduciária de cotas, conjugada com a formulação de fundo específico para fins de garantia, também compreenderia outro benefício. Ao exemplo da alienação fiduciária de ações (art. 113, parágrafo único, da Lei das S.A.),⁸⁰² tal ônus poderá envolver não apenas a

⁸⁰⁰ É, como indica a jurisprudência do STJ, uso da chamada “trava bancária”, imune aos efeitos de eventual recuperação judicial (por força do art. 49, § 3º, da Lei nº. 11.101/2005): “Conforme a jurisprudência das Turmas que compõem a Segunda Seção desta Corte o crédito garantido por cessão fiduciária não se submete ao processo de recuperação judicial, uma vez que possui a mesma natureza de propriedade fiduciária, podendo o credor valer-se da chamada trava bancária” (STJ, AgRg no REsp 1326851, 3ª T., Rel. Min. Sidney Beneti, julg. 19.11.2013).

⁸⁰¹ “A fim de efetuar uma transação no mercado, é necessário descobrir com quem se quer fazer a transação e em que termos, conduzir negociações que levam a um acordo, redigir o contrato, realizar a inspeção necessária para assegurar que os termos do contrato estão sendo cumpridos, e assim em diante. Com frequência, estas operações são extremamente dispendiosas, ou, de qualquer modo, custosas o suficiente para inviabilizar muitas operações que seriam realizadas em um mundo no qual o sistema de determinação de preços funcionasse em custos. Nas seções anteriores, quando tratei do problema do rearranjo dos direitos por meio do mercado, argumentei que essa realocação seria realizada sempre que produzisse um aumento no valor da produção. Mas este argumento pressupunha as transações de mercado como sendo sem custos. Uma vez que se levam em conta os custos de realização de transações de mercado, é claro que essa realocação de direitos só ocorrerá se o aumento do valor da produção como consequência do rearranjo for maior do que os custos incorridos para implementá-lo” (Ronald H. Coase, 2017, p. 114-115).

⁸⁰² Art. 113, parágrafo único, da Lei das S.A.: “O credor garantido por alienação fiduciária da ação não poderá exercer o direito de voto; o devedor somente poderá exercê-lo nos termos do contrato”.

consignação dos direitos econômicos em favor do credor, mas também dos direitos políticos, impedindo que o devedor-cotista exerça seu direito de voto disfuncionalmente, buscando alterar o regulamento ou destituir o administrador, e prevendo matérias que não poderão ser deliberadas sem a expressa autorização do credor, ou com relação às quais o credor mantenha direito de veto. Nessa esteira, a cessão fiduciária de cotas apresenta evidente compatibilidade funcional com a alienação fiduciária de ações, figurando as cotas como títulos representativos de direitos de tipo econômico e político, vinculados ao uso e fruição de tais títulos.

Por fim, há de se observar que a legislação pontualmente prevê a admissibilidade da oneração de cotas de fundos de investimento, sinalizando comportar tais fins de garantia. Assim caminha o art. 37, IV, da Lei de Locações (nº. 8.245/1991), que admite seja oferecida como garantia locatícia a “cessão fiduciária de cotas de fundo de investimentos”, ainda que, como assevera a doutrina, tal previsão não tenha, até o momento, encontrado sua efetividade no mercado.⁸⁰³

Todavia, algumas previsões normativas da CVM esbarram na formulação de fundos para tal finalidade. A uma, e de forma análoga às potencialidades antes analisadas, não há suficiente flexibilidade para a aplicação da vultosa estrutura de *compliance* prevista aos fundos como um todo, – mas voltada especificamente à defesa do investidor inserido no mercado de capitais –, aos fundos constituídos com função diversa, e excluídos da oferta pública.⁸⁰⁴

⁸⁰³ “Com a Lei n. 11.196/05 foi criada uma nova modalidade de garantia, a cessão fiduciária de quotas de fundo de investimento, onde é ofertado o fundo de investimento do locatário para o locador. Nessa modalidade de garantia, quotas de investimento serão cedidas como garantia ao locador no caso de não serem pagos os aluguéis mensais. Sobre essa nova modalidade de garantia, que, na prática, não trouxe todo o desfecho que dela se esperava os ensinamentos de Luiz Antonio Guerra, *in verbis*: ‘Dentre as garantias indicadas na Lei de Locações, a novidade reside, de fato, na cessão fiduciária de quotas de investimento (art. 37, IV), eis que foi recentemente incorporada ao ordenamento jurídico brasileiro através da Lei n. 11.196, de 27 de novembro de 2005. A cessão fiduciária é novidade, se comparada com as tradicionais garantias até então existentes neste segmento de mercado. Sucede, no entanto, que mesmo após já alcançados dois anos de vigência da nova lei (Lei n. 11.196/2005), com a inclusão de nova garantia no mercado de locações urbanas, o que se anunciava, à época, como verdadeira revolução, acabou fazendo água, porquanto a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ainda não regulamentou a cessão fiduciária de quotas de fundo de investimento, como modalidade específica de garantia locatícia’ (Nagib Slaibi Filho e Romar Navarro de Sá, *Comentários à lei do inquilinato*, 10.ed., Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 271).

⁸⁰⁴ Como exposto no subcapítulo 2.5 acima, ainda que a própria CVM reconheça que sua competência se restringe aos fundos distribuídos publicamente (apenas a estes se imporia o registro na CVM), os fundos distribuídos privadamente e não registrados na CVM não contariam com a segregação patrimonial, por ausência de previsão legal. Logo, faltando a segregação (elemento necessário justamente para a funcionalidade ora discutida), distribuir o fundo privadamente não sanearia a questão.

Da mesma forma, a vinculação do administrador à “busca de melhores condições para o fundo” (e, portanto e indiretamente, aos cotistas), em observância ao art. 92, I, da ICVM nº. 555/2014, poderá ser entendida como óbice à manutenção, ainda que economicamente desinteressante, de certos ativos em carteira, tornando o inteiro aproveitamento da potencialidade apontada – e mesmo a disposição de instituições figurarem como administradores nesta espécie de fundo – duvidoso. Sem dúvida, as normativas da autarquia precisariam ser adaptadas, para que tais interesses, que sem dúvida representam benefícios ao tráfego jurídico e ao mercado como um todo, possam ser empreendidos mediante a constituição de fundos de investimento.

Por outro lado, os deveres de auditoria, controladoria, e acompanhamento de ativos da carteira do fundo tornariam as cotas de fundo de investimentos voltado à função de garantia mais seguras enquanto objeto de garantia, do que os próprios ativos que o compõem. Isso porque caberia ao próprio administrador, e aos demais prestadores de serviços do fundo, guardar a integridade da documentação e das necessidades registrais dos ativos, e mesmo auditar e verificar a composição e valoração (*valuation*) dos ativos.

Logo, o credor garantido teria profissionais (de interesse, ao menos em tese, neutro na operação) que assegurariam tais ativos, mitigando parte dos riscos associados à garantia, o que justificaria, inclusive, a taxa de administração em serviços voltados a outro fim que não a rentabilidade dos ativos. Ademais, caso tais profissionais não cumpram adequadamente seu papel, poderão responder por suas falhas, figurando como responsáveis contra os quais poderá o credor se voltar.

Nessa direção, deverão ser destacados dois aspectos já anteriormente tratados, relevantes para tal questão: (i) a uma, referidas obrigações por parte dos prestadores de serviços do fundo serão qualificadas como obrigações de resultado, como se sustentou no pretérito subcapítulo 3.1.1, de modo que o credor teria proteção adicional decorrente de seu caráter firme, considerando que, se descumpridas objetivamente os deveres de preservação da integridade registral dos ativos, os prestadores já responderiam; e (ii) a duas, como também indicado no anterior subcapítulo 3.3.2, as indenizações havidas pelo fundo (como seriam as decorrentes de pretensões exercidas pelo fundo em face aos prestadores de serviço, por falhas de custódia e controladoria de seus ativos) reverterem aos cotistas do momento do pagamento, e não do dano – logo, o credor poderá receber eventuais direitos creditórios que decorram de tal eventual indenização como parte de cessão fiduciária em garantia, ou mesmo promover a excussão de seu ônus sobre as cotas, para figurar como cotista no momento de seu pagamento,

recebendo tais valores, que poderão incluir danos materiais equivalentes ao prejuízo com a perda de ativos.

Alternativamente – e de forma tecnicamente mais precisa – poderia ser prevista ao particular a possibilidade de constituir fundos de garantia, tais quais aqueles já previstos em lei para a formulação pela União. Nesse sentido, remete-se, como exemplo, aos supracitados art. 16, § 1º, da Lei nº 11.079/2004,⁸⁰⁵ art. 1º, § 1º, da Lei nº 11.786/2008,⁸⁰⁶ e art. 7º, § 1º, da Lei nº 11.887/2008,⁸⁰⁷ que conferem a tais fundos o caráter de ente despersonalizado de direito privado, com segregação patrimonial (logo, essencialmente idênticos aos fundos de investimento, podendo ser reconhecidos na categoria dos patrimônios separados), mas afetados especificamente para a constituição de garantia. Ao particular seria extremamente útil a possibilidade legítima de constituir fundos patrimoniais voltados à outorga de garantias, contando com previsão legal que culminaria em sua separação e afetação patrimoniais. Notam-se, porém, duas instâncias de “fundos de garantia” constituídos por particulares (ainda que revestidos de interesse público e previstos em regulação) no Brasil: os fundos de garantia das bolsas de valores (art. 40 da Resolução CMN nº. 2.690/2000),⁸⁰⁸ e o Fundo Garantidor de Créditos (o FGC – este organizado na forma de uma associação civil, forma que igualmente se coloca como interessante alternativa).

Os fundos garantidores das bolsas de valores têm por função ressarcir, até seu limite, investidores lesados pela inexecução ou má execução de ordens de operação por corretores

⁸⁰⁵ Art. 16, § 1º, da Lei nº 11.079/2004: “O FGP terá natureza privada e patrimônio próprio separado do patrimônio dos cotistas, e será sujeito a direitos e obrigações próprios”.

⁸⁰⁶ Art. 1º, § 1º, da Lei nº 11.786/2008: “O FGCN terá natureza privada e patrimônio próprio separado do patrimônio dos cotistas e será sujeito a direitos e obrigações próprios”.

⁸⁰⁷ Art. 7º, § 1º, da Lei nº 11.887/2008: “O FFIE terá natureza privada, patrimônio próprio separado do patrimônio do cotista e estará sujeito a direitos e obrigações próprias”.

⁸⁰⁸ Art. 40 da Resolução CMN nº. 2.690/2000: “As bolsas de valores devem manter Fundo de Garantia, com finalidade exclusiva de assegurar aos investidores do mercado de valores mobiliários, até o limite do Fundo, ressarcimento de prejuízos decorrentes da atuação de administradores, empregados ou prepostos de sociedade membro ou permissionária, em relação à intermediação de negociações realizadas em bolsa e aos serviços de custódia, especialmente nas seguintes hipóteses: I - inexecução ou infiel execução de ordens; II - uso inadequado de numerário, de títulos ou de valores mobiliários, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimos de ações para a compra ou venda em bolsa (conta margem); III - entrega ao investidor de títulos ou valores mobiliários ilegítimos ou de circulação proibida; IV - inautenticidade de endosso em título ou em valor mobiliário ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à transferência dos mesmos; V - decretação de liquidação extrajudicial pelo Banco Central do Brasil; e VI - encerramento das atividades”.

com valores mobiliários no ambiente das bolsas de valores, pela entrega de títulos ilegítimos, ou pelo encerramento de atividades ou liquidação.

O pagamento de valores pelo fundo se dá mediante procedimento ressarcitório iniciado administrativamente pelo investidor, e seu patrimônio é composto por percentual das operações efetuadas na bolsa de valores, e pela contribuição mensal das sociedades corretoras associadas à bolsa de valores.⁸⁰⁹ Seu intuito seria, precisamente, o de conferir segurança, estabilidade e confiabilidade no mercado de capitais brasileiro⁸¹⁰ – ainda incipiente quando de sua introdução (na Resolução CMN nº. 39/1966).

Todavia, os problemas apontados pela doutrina com relação a tal mecanismo de mitigação de riscos assemelham-se aos já consignados: a necessidade de não confundir a sua cobertura com a imputação de responsabilidade objetiva dos agentes⁸¹¹ (sociedades corretoras; que, no caso, não empreenderiam ‘atividade de risco’); e os (supostos e) frequentes abusos pelas partes ressarcidas, que têm incentivos ao comportamento oportunista.⁸¹²

O segundo exemplo, mais reconhecido, é o do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), hoje regido pela Resolução CMN nº. 4.333/2013. Trata-se de figura ímpar no direito brasileiro: um fundo que se organiza sob a forma de associação civil, mas regido por normas

⁸⁰⁹ Art. 50 da Resolução CMN nº. 2.690/2000: “O patrimônio do Fundo de Garantia é constituído por: I - percentual das importâncias pagas às bolsas de valores pela subscrição de títulos patrimoniais de sua emissão; II - contribuição a ser paga, mensalmente, pelas sociedades membros que operam na bolsa de valores, independentemente de quaisquer outras que existem ou venham a existir; e III - outros recursos especificados pela Comissão de Valores Mobiliários. Parágrafo único. As contribuições previstas neste artigo serão fixadas pelo Conselho de Administração da bolsa de valores, ouvida previamente a Comissão de Valores Mobiliários”.

⁸¹⁰ “A criação desse verdadeiro seguro no mercado acionário tinha assim uma importância fundamental, sob a ótica do investidor, que era a de dar segurança e confiabilidade na execução das operações bursáteis, mediante a cobertura dos prejuízos causados por atos culposos dos executores dessas operações” (Gustavo Alberto Villela Filho, 2003, p. 114).

⁸¹¹ “Inobstante o fato de não existir previsão legal, atribuir-se a responsabilidade objetiva às corretoras seria não só um equívoco jurídico como uma enorme injustiça, não parecendo ter sido esta a intenção do legislador ao criar o mecanismo de garantia para as operações de compra e venda de ações, preconcebida para proteger o investidor em ações contra a ineficiência ou improbidade das sociedades corretoras” (Villela Filho, 2003, p. 116).

⁸¹² “Deve ser considerado, ainda, que o Regulamento do Fundo veio, com esta inovação legislativa, estimular investidores inescrupulosos e se mancomunar com terceiros para cometer fraudes no mercado acionário, já que a automaticidade com que muitas vezes se transfere injustamente para a corretora a responsabilidade pelo pagamento dos prejuízos causados, sem maiores questionamentos ou investigações, tem levado a esta anomalia e até a um incentivo às práticas criminosas. [...] Essa regra não nos parece a mais razoável para manter um mercado sadio e disciplinado, e só serviria para estimular a aplicação de golpes por parte de pessoas inescrupulosas, já que haveria um Fundo para pagar, que sequer questionaria as circunstâncias de cada caso” (Villela Filho, 2003, p. 116-118).

estipuladas pelo Conselho Monetário Nacional, com contribuição *de facto* obrigatória pelas instituições financeiras constituídas no país.

Nesse sentido, possui tripla finalidade:⁸¹³ cobrir o risco de depositantes e certos tipos de investidores, até o limite estipulado (hoje, R\$ 250 mil por titular), manter a estabilidade do sistema financeiro, e evitar crises bancárias sistêmicas. Tais finalidades podem ser resumidas em apenas uma: diminuir os riscos da insolvência bancária, protegendo títulos e depósitos intrinsecamente vulneráveis à mesma, evitando, assim, uma “corrida aos bancos” perante a quebra de qualquer instituição.⁸¹⁴

Anota-se que, portanto, possui também função semelhante à dos fundos de garantia das bolsas de valores: conferir estabilidade ao mercado, missão que justificaria a socialização dos riscos em questão.

Mais uma vez, seria tal potencialidade funcional exercida pelo *trust* ou negócio de fidúcia, caso positivado no ordenamento pátrio: poderiam as partes criar *trust* especificamente para tal fim, em benefício da versatilidade do instituto, desde que a afetação patrimonial compreendesse ativos desonerados e listados em registro publicamente disponível, para que assumam caráter vinculativo perante terceiros.

4.4.6 Securitização de créditos

Funcionalidade distinta dos fundos, e já empregada com certa frequência pelo mercado, reside em sua formulação para fins de securitização de créditos. Tal previsão encontra certo paralelismo com a matéria discutida no subcapítulo anterior: a constituição de fundos para

⁸¹³ Art. 2º da Resolução CMN nº. 4.333/2013: “O FGC tem por finalidades: I - proteger depositantes e investidores no âmbito do sistema financeiro, até os limites estabelecidos pela regulamentação; II - contribuir para a manutenção da estabilidade do Sistema Financeiro Nacional; e III - contribuir para prevenção de crise bancária sistêmica”.

⁸¹⁴ “Visa-se garantir a restituição dos valores de depósitos dos clientes, na hipótese de crise de liquidez da instituição financeira. É decisiva para a preservação da confiança no sistema bancário, evitando especialmente a corrida bancária para saques por correntistas em vista de quaisquer suspeitas ou informações, verídicas ou não, sobre as dificuldades de liquidez de uma determinada instituição financeira, a definição de mecanismos de proteção aos depositantes e garantia de restituição de créditos. Em especial dos pequenos poupadores, aos quais eventuais obstáculos à restituição dos depósitos podem ter consequências mais graves” (Bruno Miragem, 2013, p. 527-528).

fins de garantia, para que suas cotas passem a representar os bens contidos em seu patrimônio, que passarão a figurar como o próprio ativo objeto de oneração em favor do credor.

Em outras palavras, pela técnica cogitada no subcapítulo anterior, os ativos que, individualmente, comporiam a garantia, – mas cujo controle, custódia e registro mostram-se problemáticos –, são substituídos por títulos de mais fácil e segura circulação e que, ainda, compreendem série de obrigações dos prestadores de serviços do fundo, o que tornaria a sua titularidade mais confiável do que a posição de titularidade direta dos ativos que passam a compor o patrimônio do fundo. Mesmo em tal cenário, há a substituição efetiva dos ativos que compõem a carteira do fundo por títulos mais confiáveis e circuláveis no mercado: as cotas de emissão do fundo.

A securitização pode ser conceituada como o processo de conversão de um ativo, ou grupo de ativos, em um valor mobiliário circulável no mercado. Ao descrever a securitização imobiliário, Milena Donato Oliva apresenta conceito semelhante: “operação por meio da qual uma sociedade emite e coloca no mercado títulos lastreados em créditos (...) que possui. (...) [N]a securitização a emissão se mostra qualificada precisamente pela vinculação do título emitido com os créditos (...) que lastreiam a emissão”.⁸¹⁵

A securitização foi prevista de forma típica no ordenamento brasileiro na Lei nº. 9.514/1997, que prevê, em seu art. 8º, a securitização de créditos imobiliários como operação típica, consistente na emissão de títulos de crédito, lastreados diretamente por créditos imobiliários e afetados por Termo de Securitização de Créditos, necessariamente lavrado por securitizadora de créditos imobiliários. Tais companhias têm também finalidade vinculada, prevista no art. 3º da mesma lei, como forma de assegurar que atingirão os padrões exigidos pela Resolução CMN nº. 2686/2000 e pela ICVM nº. 480/2009 para a prática de tal atividade, garantindo que tais pessoas jurídicas seguirão regras contábeis próprias, obrigações de constituição patrimonial, e mesmo o impedimento à realização de certas atividades que supostamente poderiam afetar a higidez do sistema financeiro nacional.⁸¹⁶

⁸¹⁵ Milena Donato Oliva, *Patrimônio Separado*, p. 295-296. Nesta passagem, a autora especificamente conceitua a securitização de créditos imobiliários, mas o conceito encontra igual guarida no conceito de securitização de créditos como um todo.

⁸¹⁶ “A Lei 9.514/1997, ao dispor sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, criou o mercado secundário de crédito imobiliário, que tem por principal instrumento a ‘securitização’. É esse mecanismo que possibilita a captação de recurso no mercado de capitais, seja por meio da diversificação do risco do negócio, seja pela segurança ofertada aos investidores da companhia emitente dos valores mobiliários em questão. A securitizadora é figura determinante nesse processo, que se caracteriza por ser uma instituição não financeira constituída na forma de sociedade por ações e tendo por finalidade a aquisição e securitização de créditos, conforme preceitua o art. 3º da Lei 9.514/1997. O referido dispositivo legal deve ser analisado em conjunto

Tais premissas teriam por objetivo garantir a integridade dos créditos imobiliários afetados, isentando-os “de percalços financeiros que porventura venham a atingir a companhia securitizadora”.⁸¹⁷ Complementando tais premissas, o art. 9º da supracitada Lei nº. 9.514/1997 prevê a possibilidade de os créditos imobiliários serem afetados por regime fiduciário, declarado no Termo de Securitização de Créditos, constituindo patrimônio separado (arts. 11 da mesma lei, e 25, § 1º, VIII, da ICVM nº. 480/2009), assim como a disposição do art. 136, § 1º, da Lei nº 11.101/2005, que prevê a impossibilidade, em falência, de revogar a securitização de créditos originados pela falida.

A doutrina, ao tratar da securitização, tem por hábito referir apenas à securitização de crédito imobiliário, vez que é aquela prevista expressamente.⁸¹⁸ Porém, deve se notar que a securitização não necessariamente se destina aos créditos imobiliários, mas também a créditos como um todo, desde que seja possível vincular os títulos emitidos por seu cessionário a tais créditos. Ademais, a securitização será tão mais efetiva enquanto persistir vínculo entre os títulos e os créditos, evitando que o produto dos créditos seja utilizado para satisfazer outros credores do próprio cessionário; e, de forma preferencial, que tais créditos estejam vinculados a garantias reais, assegurando o seu pagamento e também diminuindo, o tanto quanto possível, o risco de crédito do devedor e do originador.

Logo, observa-se que a técnica da securitização teria por componentes mínimos (i) a possibilidade de emitir e veicular título que possa circular no mercado; assim como, (ii) ao menos, a segregação dos direitos creditórios do resto do patrimônio do emissor, evitando o risco de crédito do próprio, assim como as decorrências associadas à sua falência – devendo se notar, nesse sentido, que o supracitado art. 136, § 1º, da Lei nº 11.101/2005 não tem sua incidência restrita às hipóteses da securitização imobiliária. Inclusive, por tais motivos, o

com a ICVM 480/2009, que disciplina o registro da securitizadora na própria Comissão de Valores Mobiliários — requisito essencial para a securitização de créditos” (André Chateaubriand Martins e Gabriel José de Orleans e Bragança, 2017, p. 5).

⁸¹⁷ André Chateaubriand Martins e Gabriel José de Orleans e Bragança, 2017, p. 300.

⁸¹⁸ “Esta lei estendeu a possibilidade de alienação fiduciária também para os bens imóveis, fórmula antes restrita apenas aos bens móveis de consumo durável. Acoplou ainda à garantia fiduciária uma forma de securitização, dos créditos representados pelas obrigações assumidas pelos adquirentes das unidades imobiliárias vendidas. A securitizadora, sociedade anônima de propósito específico, emite títulos mobiliários e os lança no mercado, tendo como lastro os créditos que recebeu em cessão da incorporadora/construtora. Faz os necessários acertos com a construtora e administra o resgate dos títulos mobiliários com os valores que vai recebendo dos adquirentes das unidades imobiliárias” (Manoel Justino Bezerra Filho, *Da Fidúcia à Securitização: as garantias dos negócios empresariais e o afastamento da jurisdição*, São Paulo: Escola Paulista da Magistratura, 2014. p. 24).

mercado já utiliza fundos de investimento ou sociedades de propósito específico para tal fim, já que, para as demais modalidades de securitização, inexistente expressa previsão de segregação patrimonial.⁸¹⁹

Assim, por todo o exposto anteriormente, conclui-se que os fundos de investimento se prestam a cumprir tais requisitos, servindo como veículo para a aquisição de direitos creditórios, passando suas cotas à posição de ativo que circulará no mercado, em abstração representativa do conjunto destes créditos. Não se trata, assim, da operação de securitização *stricto sensu*, tipificada pela lei imobiliária e regulada pelo BACEN, mas de negócio equivalente: as cotas do fundo cessionário poderão ser até mesmo oferecidas publicamente, caso seus correspondentes requisitos sejam atingidos, e a sua massa patrimonial seguirá apartada dos demais bens, direitos e débitos de seus titulares. Dados os seus efeitos – veiculação de títulos transacionáveis que, ao fim, representam conjunto de direitos creditórios, adquiridos com os recursos reunidos na emissão destes títulos – o simples investimento em tais fundos representa, efetivamente, operação de securitização.

E, ainda, mesmo nesta configuração, a securitização seguirá cumprindo a sua finalidade precípua, que reside na captação de recursos no mercado, adiantando os recebíveis ao originador do crédito mediante desconto, para que este reduza a sua exposição às chances de inadimplemento e obtenha valores para aplicação em sua atividade produtiva.⁸²⁰

⁸¹⁹ “Mas, vejamos, como esta operação é estruturada na prática. À medida que uma empresa executa suas atividades, fornecendo bens e serviços a seus clientes, estes devem, em contrapartida, realizar pagamentos pecuniários, que, quando à prazo, correspondem a recebíveis no balanço dessas companhias. Estes direitos creditórios são, então, cedidos a um veículo específico, cujo único escopo é a aquisição de ativos a serem securitizados e a emissão de títulos lastreados nesses ativos. Os recebíveis são, então, “empacotados” e convertidos em lastro de títulos ou valores mobiliários a serem comercializados junto a investidores. Costuma-se denominar a empresa que cede os direitos creditórios ao cessionário como “cedente”, “originadora” ou “sponsor”. Já os “veículos específicos”, que adquirem os recebíveis, via de regra, não possuem atividade operacional, e podem se apresentar sob variadas formas. Uma delas é a sociedade de propósito específico (SPE), constituída especialmente para a emissão de papéis no contexto da securitização e geralmente incorporadas sob a forma de sociedade por ações. Isso se deve à possibilidade de companhias emitirem valores mobiliários não admitidos a outros tipos societários; à maior separação entre os bens e direitos pertencentes aos sócios em relação ao patrimônio da sociedade; e ao regime jurídico mais completo e consolidado, o que proporciona maior segurança em relação a outras espécies societárias. Os veículos específicos podem, também, assumir a forma de fundos de investimentos em direitos creditórios (FIDCs) e de fundos de investimentos imobiliários (FIIs), também estruturados propriamente para finalidade específica, ou de companhias securitizadoras, que correspondem a sociedades anônimas, não financeiras, mas com algumas de suas atividades regulamentadas pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários, cujo objetivo social trata especificamente da aquisição e securitização de direitos creditórios e da emissão e colocação de títulos junto ao mercado, possuindo previsão e regulação específicas em nosso ordenamento” (Sergio M. Martins Torres Filho e Fernando William Bunemer Nahas, *Breves anotações sobre derivativos e securitização no Brasil* in *Revista de Direito Empresarial*, v. 14, mar./abr. 2016, p. 118-119).

⁸²⁰ “É forma de captação da poupança popular, para a solução do problema nacional de habitação, ao mesmo tempo em que, constituídos os créditos de determinado empreendimento como patrimônio separado dos

O fundo que apresenta natural vocação para esta posição é o FIDC, considerando que tem por objeto a aquisição de direitos creditórios e que suas cotas poderão ser, nos termos da ICVM nº. 356/2001, oferecidas publicamente. Ainda, caso oferecidos publicamente, tal Instrução demanda que os créditos que adquira sejam periodicamente avaliados por agência de *rating* (art. 3º, III, da instrução), assegurando a transparência necessária à securitização, tornando-a útil enquanto instrumento de financiamento – evidentemente, para que se ofereçam tais créditos no mercado, os investidores devem ter à sua disposição informações precisas e suficientes a avaliar seus riscos na aquisição de tais títulos, evitando o desfecho que resultou, entre tantas situações, na crise financeira de 2008. Por isso mesmo, a própria autarquia demanda a avaliação por tais agências, demonstrando tanto a preocupação com o efeito estrutural da assimetria informacional que pode afetar essa atividade, especialmente por *players* mal-intencionados – propositalmente escondendo, entre os direitos creditórios que compõem a carteira destes fundos, crédito “podre”, sem lastro suficiente –, quanto assumindo que, de fato, tais veículos são voltados à securitização creditória.

Ao assim proceder, a CVM ainda permite considerável flexibilidade à atividade, possibilitando que entes que não se qualificam como securitizadoras efetuem, na prática, atividade de securitização, facilitando e reduzindo os custos desta atividade de captação de recursos no mercado. Justamente por não contar com diversas prerrogativas dos demais instrumentos de securitização e por depender da conduta dos prestadores de serviço do fundo, tais fundos atualmente são restritos pela autarquia aos investidores qualificados. Não à toa, o papel dos prestadores de serviço do fundo neste contexto será fulcral: estes deverão acompanhar o fluxo de pagamentos, a constituição de garantias e a regularidade documental e registral dos créditos, buscando sempre reduzir os riscos e elevar os ganhos dos cotistas, como em qualquer outro fundo que se enquadre nas normas da CVM. Notadamente, será o gestor que elegerá e avaliará os créditos aptos à aquisição pelo FIDC, com a possível oitiva de comitê de investidores (art. 84 da ICVM nº 555/2014) – que, porém, não poderá afastar o seu poder de gestão, que deverá seguir, em última instância, nas mãos do gestor (guardando, ao menos, poder de veto no comitê).⁸²¹

demais e afetados como lastro de emissão dos títulos mobiliários, mesmo que ocorra falência, quer do construtor, quer da companhia securitizadora, sempre será preservado o direito dos adquirentes das unidades” (Manoel Justino Bezerra Filho, 2014, p. 24).

⁸²¹ Ver subcapítulos 2.1, 2.6 e 3.2 acima.

Todavia, apesar destas ressalvas, há registro de casos em que as salvaguardas da CVM não se mostram suficientes para evitar fraudes e abusos, alguns perpetrados pelos próprios prestadores de serviços do fundo. Caso recente que se destacou foi da gestora Silverado, que aplicou recursos de FIDCs sob sua gestão, à revelia dos cotistas, em direitos creditórios de duvidosa integridade, originados por pessoas jurídicas de titularidade ou administração de partes relacionadas a si.⁸²² Inicialmente, os fundos demonstravam considerável rentabilidade – uma ilusão, uma vez que a sua marcação-a-mercado não refletia efetivos ganhos, impondo-se prazo considerável para que os cotistas pudessem liquidar cotas, vertendo-as em recursos. Subitamente, após auditoria independente dos direitos creditórios, a agência de *rating* S&P emitiu alerta, e as cotas sofreram forte desvalorização, “transformando” um patrimônio de centenas de milhões de reais em um resultado negativo.

Por conta de tais riscos, não se afigurariam excessivas as cautelas da CVM, com exceção feita aos fundos exclusivos, aos quais se espera ainda maior acompanhamento pelo cotista.

Da mesma forma, a CVM possui a prerrogativa de dispensar quaisquer regras aplicáveis aos FIDC aos FIDC-NP (não-padronizados), nos termos do art. 9º de sua específica ICVM nº. 444/2006.⁸²³ Os FIDC-NP se colocam como veículo que reúne a prerrogativa de adquirir créditos de lastro e de origem mais duvidosas, em particular aqueles de origem litigiosa, ainda discutida em juízo. Seriam créditos que, justamente, não assumem a feição padronizada de outros direitos creditórios, emitidos a partir de forma imposta por lei, frequentemente com o controle de entidades depositárias ou registradores centrais, como a CETIP. Contudo, sua previsão poderá revestir relevante papel no mercado: tais fundos são, hoje, a única forma de efetivamente promover a securitização deste tipo de direitos creditórios, promovendo função que as securitizadoras não realizam, conferindo liquidez a tais espécies de crédito.

Em tais fundos, as obrigações de resultado dos prestadores de serviços do fundo (relacionadas à custódia, controladoria, acompanhamento de ativos) figuram como ainda mais

⁸²² ‘Como uma renomada gestora de fundos virou caso de polícia’, Exame. Disponível em <<https://exame.abril.com.br/revista-exame/como-uma-renomada-gestora-de-fundos-virou-caso-de-policia/>>. Acesso em: 10 fev. 2018.

⁸²³ Na prática, a CVM apenas dispensa algumas das normas da ICVM nº. 356/2001, e somente aos FIDC-NP “quando estiverem presentes, cumulativamente, os seguintes requisitos: (i) o FIDC-NP ser destinado a um investidor único ou a um grupo econômico específico (assim entendido aquele que possui controlador comum e interesse único e indissociável); e (ii) o FIDC-NP possuir expressa vedação para negociação de suas cotas em mercado secundário”, nos termos de sua ora vigente Deliberação nº. 782/2017.

relevantes, considerando que deles dependerá qualquer chance de sucesso dos investimentos. Além disso, é também no cumprimento destes deveres que se respaldam as externalidades positivas geradas por tais tipos de fundo a todo o ambiente negocial: caso descumpridas, se o administrador e outros prestadores assumirem postura negligente ou mesmo fraudulenta, servirão apenas de instrumentos para prejudicar a higidez do mercado de capitais brasileiro.

Por outro lado, são fundos restritos aos investidores profissionais ou, conforme o caso, qualificados. Portanto, até desnecessário dizer que são veículos de altíssimo risco, que demandam participação e acompanhamento mais intensos e especializados por seus cotistas.

Exceção a tal regra decorre do art. 4º, parágrafo único, da ICVM 444/2006, que prevê a única espécie de FIDC-NP (*rectius*, de FIDC como um todo) na qual a participação de investidores não-profissionais ou não-qualificados figura possível: os fundos voltados à reestruturação de créditos abarcados por processo de recuperação extrajudicial ou judicial. Tal funcionalidade, também já praticada (ainda que com menor frequência que as demais operações de securitização de créditos efetivadas por meio dos FIDCs), encerra importante espécie de securitização de direitos creditórios, e será objeto do subcapítulo a seguir.

4.4.7 Reestruturação de dívidas em falência, liquidação, recuperação judicial ou extrajudicial

Outra aplicação dos fundos de investimento diz respeito à reestruturação de dívidas, notadamente em cenário de recuperação judicial ou extrajudicial, ao que também poderão suas potencialidades ser empregadas para a implementação de plano de recuperação judicial.

Inicialmente, nota-se que o tipo de fundo especialmente adequado para tal implementação seria o FIDC, uma vez que os credores poderão subscrever cotas utilizando créditos submetidos aos efeitos de recuperação judicial ou extrajudicial. Nesse sentido, observa-se ser hipótese expressamente prevista na ICVM nº 444/2006, que enquadra tais créditos no rol de ativos previsto na carteira de FIDC-NP⁸²⁴ – seu art. 4º, parágrafo único,

⁸²⁴ Como apontam Ivo Waisberg e Stefan Lourenço de Lima, os FIDC compreenderiam uma série de dificuldades próprias para seu efetivo emprego em recuperação judicial, notadamente às exigências impostas às operações de securitização (2013, p. 213). Nesse sentido, o FIDC-NP, por possibilitar a dispensa de parte ou integralidade destas exigências, figura como veículo mais adequado.

menção, inclusive, ser a única hipótese que admite a participação de investidores não profissionais em tal fundo.⁸²⁵

Esta previsão é essencial para a mínima efetividade do instrumento: nem todos os credores em recuperação judicial ou extrajudicial atendem aos parâmetros exigidos pela CVM para a classificação enquanto investidores profissionais. Muitos são pequenos credores, sem suficiente expressividade (ou sem identificação com os demais critérios) para tanto.

Nada impede, porém, que a recuperanda entregue, em modalidade de *dação em pagamento*,⁸²⁶ cotas de outros tipos de fundo: como sugerido por Ivo Waisberg e Stefan Lourenço de Lima, os FIPs e FIIs também revelariam características úteis em ambiente de recuperação judicial.⁸²⁷

A *ratio* de se reestruturar créditos utilizando fundo de investimentos teria fundamentos diversos. Como notam Ivo Waisberg e Stefan Lourenço de Lima, os fundos de investimento seriam vocacionados para a reestruturação de créditos listados em recuperação judicial, ao que se prestariam à dupla função: (i) segregação ou “blindagem” patrimonial, protegendo o credor perante outros passivos e responsabilidades (*liabilities*) da recuperanda; e (ii) facilitação de monetização dos ativos da empresa em crise, que se tornariam transacionáveis em mercado.⁸²⁸

⁸²⁵ À ocasião em que escreveram (abril de 2013), Ivo Waisberg e Stefan Lourenço de Lima apontaram dificuldades práticas que impediriam o efetivo emprego dos FIDC-NP para reestruturar créditos em recuperação judicial, notadamente nas exigências, então vigentes, de qualificação dos investidores e cota mínima de R\$ 1 milhão 2013, p. 214: “Embora criados para uso de empresas em recuperação judicial, entendemos que a regulação tenha que ser revista ou, até mesmo, possa ser excepcionada pelo juízo recuperacional. As exigências da regulamentação podem impedir a dação de suas quotas para credores não qualificados. A exigência de quota mínima de alto valor também não tem propósito”). Contudo, desde então, a CVM alterou a ICVM nº. 444/2008 por meio da ICVM nº. 554/2014, revogando tais demandas, o que possivelmente permitirá que este fundo exerça uma de suas vocações.

⁸²⁶ “A utilização dos fundos para as funções acima sugeridas pode se dar nos planos de recuperação judicial de formas diversas. Uma possibilidade é a simples constituição e dação das quotas aos credores nos termos do plano. O plano pode dirigir a escolha dos fundos para credores de classes específicas ou até criar uma ordem de escolha” (Ivo Waisberg e Stefan Lourenço de Lima, 2013, p. 216).

⁸²⁷ 2013, p. 210-212.

⁸²⁸ “Do ponto de vista conceitual, podemos vislumbrar na utilização das diversas modalidades de fundos de investimento como instrumentos de solução da problemática envolvendo credores e devedores na recuperação judicial, basicamente duas funções, que chamaremos de (a) função de facilitador de liquidez (ou monetização) e (b) função de proteção ao investidor (ou eficiência de captação). A primeira delas significa dizer que é possível aumentar a liquidez de um ativo ilíquido da empresa em crise, facilitando a aceitação por seus credores do referido ativo em pagamento via o recebimento de quotas de um fundo corretamente estruturado, quotas estas que podem ser negociadas em tempo diferente da maturidade de liquidação do ativo. A segunda função resulta do fato de que um fundo bem estruturado pode dar a um potencial investidor que deseje aportar capital ou ingressar de qualquer outra forma na empresa em crise um grau maior de proteção frente às possíveis responsabilidades por sucessão ou por contaminação que tal tipo de operação sempre carrega” (Ivo Waisberg e Stefan Lourenço de Lima, *Fundos de Investimento e sua utilização em*

No exato sentido do subcapítulo anterior, tais benefícios se revelam idênticos aos da securitização de créditos e ativos.

Nesse sentido, seria possível destacar dois fundamentos centrais. A uma, sintetizando a posição dos antes citados autores, seria forma de securitizar tais direitos creditórios (questão abordada extensamente no subcapítulo anterior), que passariam a ser representados pelas cotas do fundo, de mais fácil circulação no mercado. A duas, a estrutura típica dos fundos de investimentos igualmente permitiria instituir mecanismos de controle, como o direcionamento de prestadores de serviços do fundo a funções de avaliação e de acompanhamento, que poderão impor vigilância aos atos que dependerem do devedor, observar a constituição e valor de garantias, organizar as interações entre credores.

Seria forma de implementar as disposições de plano de recuperação judicial ou extrajudicial, uma alternativa à reestruturação através de constituição de uma SPE ou da emissão de debêntures, opções que apresentam seus inconvenientes (mesmo que conte com figuras que exerceriam papel semelhante ao acima proposto para o administrador do fundo – sendo exercido, em tais hipóteses, pelo agente fiduciário ou por administradores da SPE; ou mesmo por um terceiro, um “*watchdog*”).

Por exemplo, a emissão de debêntures esbarra no fato de que cada tipo de emissão (pública, privada ou privada com esforços restritos – esta, prevista na ICVM nº. 476/2009, e por isso conhecida com frequência como “emissão 476”) inclui exigências específicas a respeito de quais investidores (ou qual volume de investidores) podem participar de subscrição: a pública mais dificilmente poderia ser realizada em processo recuperacional, já que envolveria diversos custos e procedimentos desnecessários, voltados ao oferecimento das debêntures de forma pública e indiscriminada, para além dos envolvidos no processo; e a privada não pode ser subscrita por instituições financeiras (por força do art. 3º da Resolução CMN nº. 1.777/1990); ao passo em que a privada com esforços restritos está limitada a 75 (setenta e cinco) investidores, por decorrência do art. 3º, I, da supracitada ICVM nº. 476/2006, entre outras restrições da mesma normativa.

Ainda, a constituição de SPE – mesmo que possibilitada expressamente pelo art. 50, II e X, da Lei nº. 11.101/2005, como medida de reestruturação na recuperação judicial – encontra dificuldade diversa. Para além de atrair a tributação específica às pessoas jurídicas, é

questionável se seria possível obrigar credores dissidentes, ainda que vinculados à decisão soberana da Assembleia de Credores, a verterem à posição de sócios, dada a proibição constitucional à associação compulsória, nos termos do art. 5º, XX, da Constituição da República.⁸²⁹

O mesmo não ocorreria com os fundos de investimento, justamente pelos fundos não se qualificarem, ordinariamente, como sociedades (dadas as razões explicitamente colocadas no subcapítulo 2.4 acima). Pelo contrário, a participação de credores em fundos de investimento importa a conversão de créditos em valores mobiliários, e não em participação societária, sem que sejam atraídas as disposições atinentes aos deveres e interesses comuns dos sócios. Ainda assim, se ressalva (no sentido do subcapítulo 3.2.2 acima) que, por se tratar de contrato plurilateral, sob certas condições o ingresso em fundo de investimento poderá ser considerado como uma espécie de “associação”, cuja obrigatoriedade seria vedada pelo supracitado dispositivo constitucional.

Todavia, à luz destas premissas, cabem algumas considerações. Primeiramente, os fundos assim constituídos não poderão concretamente se qualificar como sociedades, para mitigar os riscos de imposição do impedimento à associação compulsória – ao que se faz necessário constituir fundo que não apresente, em concreto, os efeitos discutidos nos pretéritos subcapítulo 2.4 e 4.4.1.

Ainda, mesmo a conversão de créditos em participação societária faz-se possível, desde que os credores tenham alternativa: caso possam liquidar sua posição ou aliená-la a terceiros. Assim, em casos recentes (como nas recuperações judiciais do Grupo Eneva⁸³⁰ e do Grupo Viver⁸³¹), foi judicialmente homologado plano de recuperação judicial que previu a

⁸²⁹ “Merece consideração especial a deliberação no sentido de ser constituída sociedade pelos credores. É que, neste caso, por força do art. 5º, XX, da Constituição Federal, que assegura ao cidadão a liberdade de filiar-se ou não a uma associação, a decisão da assembleia não pode ser imposta àqueles que se recusam a participar da mesma. Embora a lei atual, afastando-se da orientação da anterior, não especifique como proceder no caso, a solução, a nosso ver, será necessariamente idêntica à prevista naquela, ou seja, deverão os dissidentes receber os seus créditos como se todos os bens que comporão a sociedade tivessem sido vendidos pelo preço de avaliação e o resultado da realização do ativo, após deduzidos os valores referidos no art. 84, fosse ser distribuído, em moeda corrente, aos credores, tendo em vista sua respectiva classe” (Euler da Cunha Peixoto, *Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*, Oscar Brina Corrêa-Lima e Sérgio Mourão Corrêa Lima (coords.), Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 996).

⁸³⁰ Processo nº. 0474961-48.2014.8.19.0001, em trâmite perante o MM. Juízo da 4ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro/RJ. O plano de recuperação judicial judicialmente homologado está (em 10.2.2018) disponível em: <http://ri.eneva.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=57790>.

⁸³¹ Processo nº. 1103236-83.2016.8.26.0100, em trâmite perante o MM. Juízo da 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível de São Paulo/SP. O plano de recuperação judicial

conversão de dívida em ações. Porém, em ambos os casos, as ações resultantes possuíam liquidez, vez que listadas em bolsa de valores e, ainda, conferiu-se aos credores a possibilidade de optar por comissão mercantil exercida pelas próprias recuperandas, que alienariam as ações dos credores optantes, ato contínuo entregando-os o valor resultante. Tal previsão não apenas evita a compulsoriedade de associação, mas também previne que certos credores, que em muitos casos não podem figurar como acionistas de sociedades estranhas ou com objeto social distinto (como auditores ou instituições financeiras), sofram prejuízos decorrentes deste ato.

A conversão de créditos em cotas de fundos de investimento, mediante a integralização daqueles em FIDC-NP, preveniria tais dificuldades. Ainda assim, mesmo esta conversão compreende algumas limitações. Para além da conversão não poder, de fato, representar conversão compulsória em participação societária (ou, alternativamente, necessitando que se permitam formas de o credor de imediato liquidar ou alienar a sua participação, ou dispor de outra modalidade de pagamento, que não inclua assumir a posição jurídica de associado), há problema diverso.

A inclusão obrigatória de credor em fundo de investimento torná-lo-á responsável por eventual patrimônio negativo, na esteira do art. 15 da ICVM nº. 555/2014 (modalidade de segregação patrimonial imperfeita, como exposto no anterior subcapítulo 2.1). Logo, ao ser incluído no fundo e a depender da configuração e necessidade de efetuar despesas deste, o credor – que, reitere-se, sequer recebeu o que lhe era devido! – poderá passar à situação ainda mais desfavorável.

Esta situação é apenas agravada pela previsão do art. 5º, II, da Lei nº. 11.101/2005,⁸³² que impede que sejam cobrados de recuperanda os custos empreendidos para participar do processo de recuperação judicial ou de falência.⁸³³ Certamente, a quem se imputarão tais despesas de recuperação do crédito será questão que em última instância deverá ser definida pelo plano de recuperação judicial, e os credores deverão negociar a alocação que entenderem justa com a recuperanda, utilizando para tanto seu único poder de barganha: a possibilidade de

judicialmente homologado da *holding* do Grupo Viver está (em 10 fev. 2018) disponível em: <http://ri.viverinc.com.br/viver/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=63010>.

⁸³² Art. 5º, *caput* e II, da Lei nº. 11.101/2005: “Não são exigíveis do devedor, na recuperação judicial ou na falência: [...] II – as despesas que os credores fizerem para tomar parte na recuperação judicial ou na falência, salvo as custas judiciais decorrentes de litígio com o devedor”.

⁸³³ Sérgio Campinho, *Falência e Recuperação e Empresa*, p. 155.

rejeição do plano em assembleia de credores (ou na fase negocial, no que se refere ao plano de recuperação extrajudicial).

Porém, na omissão do plano, é possível que tal previsão sirva como base para imputar qualquer despesa do veículo, ou de seu resultado negativo, aos credores-cotistas. E tal disposição poderá se dar em especial prejuízo dos credores de menor porte, “arrastados” pela decisão assemblear, perante o voto de credores com maior estrutura e para os quais, possivelmente, tais riscos e dispêndios não sejam tamanho inconveniente. Mais uma vez, rememora-se que o FIDC-NP voltado a esta finalidade pode contar com a participação de quaisquer investidores, o que inclui pequenos fornecedores, microempresas, e mesmo pessoas físicas cujos créditos (parcial ou totalmente) não se enquadrem na categoria dos créditos trabalhistas.

Cogite-se, então, de FIDC-NP constituído em decorrência de previsão de plano de recuperação, que reestruture o crédito de pequenos e médios credores. Trata-se de estrutura complexa e custosa, que (normalmente) exigiria acompanhamento mais ativo e atento de seus cotistas. Porém, ao passo que submeter os grandes credores a tal parâmetro se mostra razoável, o mesmo não se dirá de credores sem estrutura profissional, que não pratiquem atividade profissional própria do mercado de capitais. Portanto, para a constituição de fundos em processo recuperacional, o controle judicial, exercido no momento da homologação de plano com quórum suficiente, far-se-á especialmente importante. Será dever do juízo observar se as disposições envolvendo este fundo serão equitativas a todos os credores, em respeito ao *pars conditio creditorum*.

Além disso, há também que se falar em igualdade substancial de credores – invocando-se a máxima de Rui Barbosa, que sustentava ser necessário “tratar os desiguais na medida de sua desigualdade”, em manifestação da isonomia material, valor que permearia todo o ordenamento pátrio.⁸³⁴ Para que os credores pequenos, portanto, recebam o mesmo efetivo tratamento daqueles de maior vulto ou estrutura, deverão dispor de meios excepcionais que lhes permitam compreender, acompanhar e controlar os atos dos prestadores de serviços do fundo, seguindo os mesmos parâmetros mais elevados de dever de informação reservados

⁸³⁴ “A regra da igualdade não consiste senão em quinhoar desigualmente aos desiguais, na medida em que se desigualem. Nesta desigualdade social, proporcionada à desigualdade natural, é que se acha a verdadeira lei da igualdade. O mais são desvarios da inveja, do orgulho, ou da loucura. Tratar com desigualdade a iguais, ou a desiguais com igualdade, seria desigualdade flagrante, e não igualdade real. Os apetites humanos conceberam inverter a norma universal da criação, pretendendo, não dar a cada um, na razão do que vale, mas atribuir o mesmo a todos, como se todos se equivalessem” (Rui Barbosa, *Oração aos Moços*, 5.ed., Rio de Janeiro: Casa de Rui Barbosa, 1999, p. 26).

aos fundos direcionados ao público em geral (já discutidos no subcapítulo 3.1.1.3, acima), como se oferecidos no mercado fossem.

Há, então, complicado *trade-off*: tais credores requererão muitos dos instrumentos de controle previstos normalmente aos FIDC, mas estes também elevarão os custos, dificultando a sua participação. Por outro lado, poderia a CVM aprovar a substituição destes mecanismos de controle por outros, que cumpram tal papel, mas melhor se amoldem ao caso concreto.

Igualmente, fundos que imponham risco desarrazoado ou despesas excessivas aos credores dissidentes em geral, que não contem com a mesma estrutura operacional ou vulto econômico, os prejudicarão, em manifesta desvantagem com relação aos maiores credores, que exerceram efetiva influência na aprovação do plano. Por isso, tais aspectos também deverão ser observados pelo juízo recuperacional, sempre observando se há excesso que justifique a intervenção judicial: a qual, como assente na jurisprudência do STJ,⁸³⁵ não pode adentrar nos aspectos econômicos do plano.

Em todo o modo, apesar destes precedentes, o FIDC-NP segue como um fundo que inclui altos riscos e, até mesmo pelas ainda vigentes normas da CVM, deverá ser observado o seu *suitability* perante seus subscritores⁸³⁶ – na presente hipótese, credores dissidentes de menor expressão, obrigados pelo plano de recuperação a subscrever cotas do fundo utilizando seus créditos. Assim, a menos que o fundo inclua, em concreto, mecanismos que reduzam a exposição destes credores (como formas de assunção total ou parcial de eventual patrimônio negativo por terceiros, proteção securitária, taxa de administração reduzida etc.), a sua adoção poderá ser comprometida, em controle judicial (pelo juízo recuperacional) e administrativo (pela CVM), ao que seriam exigidos tais ajustes. Ademais, por força do supracitado corolário do *pars conditio creditorum*, os credores dissidentes e não dissidentes que apresentem interesse homogêneo deverão receber igual tratamento, podendo ser criada subclasse que compreenda, por exemplo, credores até certo valor, pessoas físicas ou não-financeiros, – entre infinitas outras possibilidades, que apenas poderão ser definidas em concreto.

⁸³⁵ “Ressalvada a viabilidade econômica da empresa em recuperação judicial, submete-se ao crivo do Poder Judiciário, nos termos da Lei 11.101/2005, o exame da legalidade dos procedimentos para a fruição do favor legal, entre eles as formalidades necessárias à validade da assembleia de credores que aprovou o plano de recuperação judicial” (STJ, AgInt no REsp 1654249, 4ª T., Rel. Min. Maria Isabel Gallotti, julg. 21.11.2017).

⁸³⁶ Ver o pretérito subcapítulo 3.1.1.3.

Observe-se que tais conclusões encontram guarida no Enunciado nº. 57 da 1ª Jornada de Direito Comercial do Conselho da Justiça Federal,⁸³⁷ que reconhece a pertinência de agrupar credores em subclasses, desde que seu interesse material se mostre homogêneo. Como se não bastasse, tal estrutura se enquadra até mesmo às previsões específicas do FIDC, que no art. 20, § 2º, da ICVM nº 356/2001, permite que sejam criadas diferentes classes de cotistas, disposição que poderá ser empregada precisamente para separar os credores em categorias distintas, reduzindo os riscos ou conferindo mais ferramentas aos credores pequenos, a permitir a participação neste veículo.

Apesar do exposto, restaria evidente que, caso se admita a linha ora exposta, a participação de credores de reduzida expressão ou estrutura em tais veículos poderá encontrar diferentes complicadores, tornando mais simples a criação de subclasses específicas, segregando tais credores dos demais e reservando aos mesmos formas de pagamento distintas.

Além disso, as referidas conclusões poderiam ser indistintamente aplicadas à reestruturação de créditos em falência. Nessa esteira, o art. 145 da Lei nº. 11.101/2005⁸³⁸ autoriza que o juízo falimentar homologue modalidade alternativa de realização do ativo (desde que aprovada por dois terços dos credores reunidos em Assembleia, conforme o art. 46 desta lei). O dispositivo expressamente prevê a possibilidade de constituir sociedade de credores, “com a participação, se necessária, (...) de terceiros”. Assim, encontrando similitude estrutural com a conversão de créditos em participação societária, seria possível que tal modalidade alternativa se realize mediante a constituição de fundo de investimentos.

Há, então, outra vantagem decorrente da reestruturação de créditos na presente modalidade: se vertidos ativos da falida em fundo de investimentos, cujas cotas sejam entregues aos credores em pagamento dos créditos (ou subscritas mediante a integralização dos créditos), atrair-se-á a disposição do § 1º do mesmo art. 145, que, por sua vez, impõe o regime do art. 141, garantindo a não sucessão dos cotistas no passivo, ainda que de natureza trabalhista ou tributária, associados aos bens ou ao estabelecimento transmitidos ao fundo.

⁸³⁷ Enunciado nº. 57 da 1ª Jornada de Direito Comercial do Conselho da Justiça Federal: “O plano de recuperação judicial deve prever tratamento igualitário para os membros da mesma classe de credores que possuam interesses homogêneos, sejam estes delineados em função da natureza do crédito, da importância do crédito ou de outro critério de similitude justificado pelo proponente do plano e homologado pelo magistrado”.

⁸³⁸ Art. 145 da Lei nº. 11.101/2005: “O juiz homologará qualquer outra modalidade de realização do ativo, desde que aprovada pela assembléia-geral de credores, inclusive com a constituição de sociedade de credores ou dos empregados do próprio devedor, com a participação, se necessária, dos atuais sócios ou de terceiros”.

Se, contudo, feita a mesma operação no âmbito de recuperação judicial, seria duvidosa a efetividade da mesma imunidade do sucessor, que passaria a ter base no art. 60, parágrafo único, da lei.⁸³⁹ Isso porque, como nota corrente majoritária, esse dispositivo reservaria a imunidade expressamente aos casos em que transmitidos bens ou estabelecimento mediante “alienação judicial”, o que requereria a realização de um dos métodos previstos no art. 142 da Lei nº. 11.101/2005 (arrematação em leilão, propostas fechadas ou pregão): necessidade que se justificaria pelo fato deste procedimento supostamente afastar o risco de fraudes, dado o controle judicial que o cerca, assim como por seu método objetivo de tomada de preços.⁸⁴⁰

Como forma de contornar tal questão e ainda buscar o benefício da não sucessão de dívidas vinculadas aos bens de recuperanda vertidos ao patrimônio de fundo de investimentos, Ivo Waisberg e Stefan Lourenço de Lima sugerem a realização de mecanismo de leilão inverso (mediante a oferta de percentual de deságio pelos credores) para a aquisição de cotas do fundo de investimentos pelos credores, cumprindo assim os preceitos dos arts. 60 e 142 da lei recuperacional.⁸⁴¹

Todavia, embora a literalidade da Lei nº 11.101/2005 aponte nesta direção, deve-se observar que inexistente qualquer diferença entre a entrega de bens da falida a seus credores, e à

⁸³⁹ Art. 60, *caput* e parágrafo único, da Lei nº. 11.101/2005: “Se o plano de recuperação judicial aprovado envolver alienação judicial de filiais ou de unidades produtivas isoladas do devedor, o juiz ordenará a sua realização, observado o disposto no art. 142 desta Lei. Parágrafo único. O objeto da alienação estará livre de qualquer ônus e não haverá sucessão do arrematante nas obrigações do devedor, inclusive as de natureza tributária, observado o disposto no § 1º do art. 141 desta Lei”.

⁸⁴⁰ “Em outros termos, a venda será obrigatoriamente feita mediante hasta pública (leilão, propostas ou pregão). Não pode o plano estabelecer – mesmo que com isso consintam todos os credores e o devedor – a venda direta a terceiro nele identificado. A obrigatoriedade da hasta visa otimizar o procedimento e assegurar a recuperação da empresa em crise” (Fabio Ulhoa Coelho, *Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*, p. 248). No mesmo sentido: “A venda decidida será feita na forma do art. 142, ou seja, por leilão com lances orais, propostas fechadas ou pregão. Ao fazer remissão ao art. 142, a lei estabelece que a venda deverá ser feita por leilão, por propostas fechadas ou por pregão, sempre porém judicialmente. Não se pode dar à remissão ao art. 142 maior elasticidade, para permitir a venda na forma dos arts. 144 ou 145, dispositivos que não se aplicam à recuperação, mas apenas à falência. [...] Por fim, anote-se que o parágrafo único logo em seguida, não fala em ‘comprador’ e sim em ‘arrematante’, arrematação esta que só pode ser a judicial. É necessário cuidado para que não se deixe porta aberta à tentativa de fraude” (Manoel Justino Bezerra Filho, *Lei de Recuperação de Empresas e Falência*, 12.ed., São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017. p. 217-18). Ver, também, Jorge Lobo, *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*, Paulo F.C. Salles de Toledo e Carlos Henrique Abrão (coords.), 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 235.

⁸⁴¹ “Um sistema possível para esses casos seria constituir os fundos de investimento e posteriormente leiloar as quotas pelo sistema de maior deságio para a empresa. No caso de aquisição de ativos pelos fundos e posterior leilão de quotas por deságio entendemos não haver dúvida que os cotistas estariam protegidos pela regra de não sucessão do art. 60 da Lei 11.101/2005 (Lei de Falências e Recuperação de Empresas). No caso de constituição de SPE para controle de FIP de credores, também não haveria sucessão de passivos” (Ivo Waisberg e Stefan Lourenço de Lima, 2013, p. 216).

mesma disposição em recuperação judicial. Pelo contrário, a inclusão de bens da recuperanda em fundo de investimentos, cujas cotas sejam entregues a credores (por pagamento ou subscrição de créditos), configuraria operação prevista em plano de recuperação judicial que, ressalte-se, necessitará da homologação judicial. Logo, o juízo recuperacional poderá exercer o controle de legalidade com relação a tal operação, dispensando os métodos do supracitado art. 142 e conferindo a segurança jurídica pretendida.⁸⁴²

Assim, a imunidade do art. 141 restaria igualmente fundamentada para operação do tipo, prevista em plano de recuperação, sem a necessidade de leilão inverso, garantindo aos cotistas a imunidade com relação ao passivo anteriormente vinculado aos bens que compõem fundo de investimentos – posição respaldada por Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli, que indicam a sua aplicabilidade em operação de *drop down* prevista pelo plano de recuperação judicial, análoga à ora descrita.⁸⁴³

Por fim, como ressaltado pelos supracitados autores e à semelhança das demais potencialidades funcionais ora expostas, seria salutar que fossem esclarecidos pontos de obscuridade, como as decorrências fiscais atinentes aos fundos de investimento empregados para a reestruturação de créditos em cenário recuperacional ou falimentar.⁸⁴⁴ Evidentemente, para que tal função tenha mínima efetividade, o impacto tributário decorrente do emprego de fundos de investimento deverá ser mitigado o tanto quanto possível.

⁸⁴² “A se seguir o modelo do Código Civil, não há sucessão. Na espécie, entretanto, há um outro componente que entra em cena, qual seja, o de existir alienação *judicial*. A venda de bens por meio do Poder Judiciário deve ser feita com a máxima segurança jurídica” (Alberto Caminã Moreira, *Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*, Oscar Brina Corrêa-Lima e Sérgio Mourão Corrêa Lima (coords.), Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 409).

⁸⁴³ “A ausência de sucessão em dívidas aplica-se em caso de alienação de unidade produtiva isolada a terceiros, bem como em caso de *drop down*, em que a unidade produtiva é transmitida a uma nova companhia, constituída pela empresa em recuperação judicial, cujas ações serão entregues a seus credores ou terceiros. Porém, nos termos do art. 133, § 2º, I, do CTN, haverá sucessão caso o adquirente do estabelecimento for sócio da sociedade em recuperação judicial, ou sociedade controlada pelo devedor em recuperação judicial” (Luiz Roberto Ayoub e Cássio Cavalli, *A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas*, Rio de Janeiro: Forense, 2013, p. 241).

⁸⁴⁴ “Para tornar mais atrativas essas estruturas seria necessária, ainda, uma regulação que pudesse esclarecer e reger, entre outros pontos, questões de natureza fiscal quanto à incidência nas transferências entre o fundo e a empresa recuperanda, bem como no deságio das quotas, quanto na responsabilidade de administradores, bem como a problemática de se considerar ou não a oferta de quotas aos credores como oferta pública” (Ivo Waisberg e Stefan Lourenço de Lima, 2013, p. 216).

CONCLUSÃO

No presente trabalho, foi exposta aquela que se considera ser a qualificação adequada dos fundos de investimento, ora fixada na categoria dos patrimônios separados, como defendem Milena Donato Oliva, Maria João Romão Carreiro Vaz Tomé e Alexandre Brandão da Veiga. Como se expôs, os fundos apresentam a síntese de efeitos essenciais (sendo este o parâmetro adotado pela escola civil-constitucional, em particular de acordo com o proposto por Pietro Perlingieri) própria aos patrimônios separados. Notadamente, os fundos de investimento reúnem (i) separação patrimonial dos bens e recursos de seus titulares; (ii) afetação destes ativos a um fim comum; (iii) administração e gestão profissionais destes bens por terceiros; e (iv) estrutura despersonalizada peculiar. Nessa esteira, igualmente foi contemplada a possibilidade atinente à formação de fundos de investimento não registrados na CVM e quais as suas decorrências e regime jurídico específicos – concluindo-se, então, tratar de negócio jurídico atípico, provavelmente firmado nos moldes de negócio fiduciário atípico, que depende da plena transmissão de bens e direitos a terceiro (no caso, à figura equivalente ao administrador), sem contar, contudo, com a útil segregação patrimonial que caracteriza os fundos registrados junto à autarquia.

Ainda, na forma exposta, os elementos centrais dos fundos de investimento não se compatibilizariam com a qualificação usualmente sustentada pela doutrina nacional, que usualmente se divide entre a teoria condominial e a teoria organizacional ou societária.

Enquanto instituto, o condomínio ordinário sequer apresentaria suficiente densidade para descrever a natureza jurídica da categoria, uma vez que trata tão somente de regime legal de compropriedade de bens indivisos. Além disso, o condomínio ordinário apresentaria aspectos muito distantes dos fundos de investimento: em especial, incluiria caráter precário e possibilidade de exercício de direito de preferência entre condôminos não observáveis nos fundos. Da mesma forma, a dita categoria dos condomínios *sui generis* também não se prestaria a qualificar os fundos de investimento, considerando que não apresenta conteúdo apto a diferenciá-los enquanto categoria jurídica, – sendo equiparada pela corrente que a sustenta ao condomínio ordinário, mas sem a disciplina jurídica do condomínio ordinário (sem, portanto, qualquer identidade ao condomínio, inexistente efetivo regime de compropriedade).

Igualmente, os fundos de investimento não se enquadrariam nos efeitos essenciais apresentados pelas sociedades, faltando-lhes o *affectio societatis* (mesmo em suas interpretações mais objetivas ou abrangentes), assim como qualquer outro vínculo de cooperação efetiva entre seus participantes: impossibilitado, inclusive, pelo sigilo bancário característico que cobre a titularidade de cotas de fundo de investimento, obstando que cada cotista tenha acesso à identidade dos demais. Diferentemente das sociedades, nos fundos de investimento não há condução efetiva das atividades pelos cotistas ou por controlador, que reservam os poderes de gestão de ativos, centrais ao fundo, exclusivamente a terceiro. Há, por outro lado, apenas deliberações incidentais por cotistas, eventualmente reunidos em Assembleia. Aos cotistas não importaria a identidade ou mesmo a quantidade (se ultrapassado número minimamente necessário para arcar com a estrutura) de participantes do fundo, desde que os prestadores de serviços do fundo consigam perseguir os fins colimados.

Ademais, os fundos de investimento também não apresentariam liame contratual entre seus cotistas, e restariam ausentes os aspectos que figuram a dinamicidade própria às sociedades – dinamicidade que, note-se, justificaria a própria personificação dos mais relevantes tipos societários –, como a constituição de estabelecimento comercial, de fundo de comércio, e de elementos semiológicos e reputacionais (*goodwill*, nome empresarial, nome de estabelecimento, conjunto-imagem e marcas). Pelo contrário, o fundo dependerá da reputação de seu gestor, que desenvolve e emprega seu nome no mercado para atrair investidores.

Como apontado, porém, caso o fundo de investimentos concretamente apresente os elementos próprios à qualificação enquanto sociedade – compreendendo seus efeitos essenciais e o interesse concreto pelas partes –, sendo efetivamente conduzido por decisão de seus cotistas, se qualificará como um tipo societário *sui generis*, incidindo as regras geralmente aplicáveis às sociedades. Notadamente, tal possibilidade ganha relevo perante os Fundos de Investimentos em Participações (FIPs), nos quais o poder de gestão pode seguir sob influência (exclusiva ou compartilhada) dos cotistas, na prática operando como uma sociedade. Tal emprego, como posteriormente indicado, deu origem à controvérsia específica a respeito da incidência do Imposto de Renda Pessoa Jurídica aos aludidos FIPs, aprofundada pela recente edição da Medida Provisória nº. 806/2017.

Efetivamente, é verificada identidade entre os fundos de investimento e o *trust*, que se enquadraria na mesma categoria dos patrimônios separados, caso fosse incorporado ao ordenamento brasileiro. Nesse sentido, os fundos de investimento apresentariam iguais efeitos essenciais, de certa forma suprindo a falta de previsão do *trust* no direito pátrio. Perante a

ausência do *trust* na legislação nacional, o mercado tem empregado os fundos de investimento para alcançar funções distintas das que lhes seriam socialmente típicas (busca por rentabilidade dos ativos que os compõem), que, em outros países, são perseguidas pelo *trust*, dada a similitude de efeitos de ambos os institutos – e que decorre, precisamente, de sua identidade, vez que pertencentes à igual categoria.

A partir da qualificação dos fundos de investimento como patrimônios separados, então, foram analisados seus principais elementos ‘fisiológicos’, atinentes à sua disciplina jurídica, como a natureza e as decorrências do vínculo entre cotistas e prestadores de serviços do fundo, – compondo diferentes obrigações de meio e de resultado, atraindo a incidência do Código de Defesa do Consumidor se concretamente verificados certos parâmetros, modulando as normas atinentes à adesão contratual, e sendo conformados pelo dever de informação que permeia tais relações –, e os aspectos da relação entre os próprios cotistas (possibilidades atinentes ao acordo de cotistas, verificação de interesse comum aos participantes do fundo e às hipóteses de conflito de interesses, bem como os aspectos do exercício de direito de retirada pelo cotista dissidente). Adicionalmente, foram também abordadas as particularidades do fundo enquanto ente, como o regime de insolvência que lhe seria aplicável, a imposição da *disregard doctrine* perante o emprego disfuncional de sua estrutura de segregação patrimonial e o exercício de pretensões pelo próprio fundo (e como se daria a efetiva apuração e a “partilha” de eventuais resultados entre cotistas).

Uma vez estabelecidos tais preceitos de seu funcionamento regular, voltou-se à utilização dos fundos de investimento como negócio jurídico indireto, para fins outros além da própria busca de rentabilidade por seus cotistas. Superadas as questões atinentes à possível desvinculação dos fundos à atividade de investimento propriamente dita e à possibilidade de atendimento às normas imperativas associadas ao instituto decorrentes do poder regulamentar da CVM, foram analisadas algumas das potencialidades funcionais dos fundos de investimento, particularmente em preenchimento do vácuo deixado pela ausência de instituto análogo ao *trust* no direito brasileiro. Como exposto, diante da inexistência de figura com as características apresentadas pelo *trust* nos demais ordenamentos, a praxe brasileira acaba por recorrer ao emprego dos fundos de investimento para suprir suas demandas, e buscar a realização de legítimos interesses, merecedores de tutela. Entre estes, destacou-se a constituição de fundo para (i) elisão fiscal, (ii) planejamento patrimonial e sucessório, (iii) organização de bloco de voto ou de controle, (iv) administração fiduciária, para exercício da titularidade em nome alheio ou resolução de conflitos de interesse, (v) segregação de bens

para fins de garantia, (vi) securitização de direitos creditórios, e (vii) reestruturação de créditos compreendidos em recuperação judicial, extrajudicial ou falência.

Contudo, como exposto ao longo deste trabalho, tais potencialidades encontram óbice nos diversos custos associados aos fundos de investimento, que incluem complexa estrutura legal, concebida especificamente ao seu emprego como veículo de investimentos coletivo. Dada sua inaplicabilidade em fins diversos, seria positivo que tais previsões encontrassem ressalva, para que a estrutura dos fundos, já familiar ao mercado, pudesse ser empregada para tais diversas potencialidades funcionais. No atual cenário, apenas aqueles que dispõem de suficientes recursos podem recorrer aos fundos de investimento para perseguir tais interesses – ao passo que, se adequadamente adaptada, a regulamentação específica aos fundos, de uso já habitual na prática jurídica nacional, permitiria que um público mais amplo pudesse perseguir tais interesses, possibilitando também a prestação de uma série de novos serviços e prevenindo conflitos envolvendo tais interesses, no sentido do que já afirma Milena Donato Oliva.⁸⁴⁵

Não obstante, ainda que adaptada a regulamentação específica aos fundos de investimento, permitindo que figurem como substitutos ao *trust*, e sem embargo da importância dos fundos, estes não se prestariam a suprir todas as potencialidades funcionais do *trust*, instituto mais amplo e flexível que os fundos de investimento, ao menos em sua atual iteração. Cumpriria, portanto, reconhecer a urgência de se positivar o *trust* (ou o equivalente negócio de fidúcia) no ordenamento brasileiro, possibilitando as suas plenas funcionalidades.

Enquanto, porém, não adaptadas tais regras ou previsto o *trust* no ordenamento brasileiro, servirão os fundos (dentro de suas limitações) às potencialidades de outro modo próprias àquele. Mesmo aos fundos, contudo, seria salutar reconhecer sua natureza jurídica de modo mais preciso e estipular previsões normativas gerais, em nível legislativo, para conferir a suficiente segurança jurídica necessária tanto a seu emprego usual e socialmente típico – na

⁸⁴⁵ “A utilidade de se incorporar no Brasil o *trust* explica-se, assim, pela conveniência de se criar mecanismo que, por sua versatilidade, seja apto à realização de inúmeras funções, de modo a otimizar a tutela de importantes interesses. Se é verdade que o legislador se utiliza da técnica da titularidade fiduciária e da separação patrimonial toda vez que julga necessário, por outro lado também é verdade que nem sempre o legislador identifica as demandas sociais no devido tempo. Além disso, a incorporação do *trust* acarretaria maior democratização do instituto, por possibilitar que mais brasileiros, e não apenas aqueles com recursos para constituí-lo no exterior, a ele tenham acesso para realizar finalidades adequadas à sua realidade. Dada a versatilidade funcional do *trust*, ele poderia ser utilizado em variados setores, para os mais diversos objetivos, como a maior proteção dos vulneráveis, novas possibilidades de planejamento patrimonial e sucessório, bem como otimização do aproveitamento das garantias fiduciárias hoje existentes” (Milena Donato Oliva, *Deve o trust ser incorporado no direito brasileiro?*. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/deve-o-trust-ser-incorporado-no-direito-brasileiro-07012018>>. Acesso em: 10 fev. 2018).

condição de veículo para a captação pública e a aplicação coletiva e rentável de capitais –, quanto à sua lícita utilização para finalidades diversas.

REFERÊNCIAS

AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado de. *Extinção dos contratos por incumprimento do devedor – Resolução*. 2.ed. Rio de Janeiro: Aide Editora, 2004.

ALMEIDA, João Batista de. *A proteção jurídica do consumidor*. São Paulo: Saraiva, 2006.

ALMEIDA, José Gabriel Assis de. *A Sociedade em Conta de Participação*. Rio de Janeiro: Forense, 1989.

ALONSO, Félix Ruiz. Os fundos de investimento. Condomínios mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 1, Revista dos Tribunais, 1971.

AMARAL JÚNIOR, Alberto do, e VIEIRA Luciane Klein. As recentes alterações no direito brasileiro sobre o arrependimento nas relações de consumo estabelecidas por meios eletrônicos: legislação atual e norma projetada. *Revista de Direito do Consumidor*, v.90, 2013.

AMARAL, Francisco. *Direito Civil: introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime Jurídico das Debêntures*. 2.ed. São Paulo: Almedina, 2016.

ASCARELLI, Tullio. O Negócio Indireto. In: _____. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 2.ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

ASCENSÃO, José de Oliveira. *Direito Civil – Teoria Geral*. Coimbra: Coimbra Editora, 2002. V. III.

_____. *Introdução à Ciência do Direito*. 3.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

ASHTON, Peter Walter. *A Natureza Jurídica dos Fundos Abertos de Investimentos*. Tese (Concurso de titularidade) - Faculdade de Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 1965.

ASSIS, Aldimar de. *Insolvência Civil* in *Revista dos Tribunais*, v. 787, maio 2001.

AURICCHIO, Alberto. Verbete de *Negoziio Indiritto*. In: AZARA, Antonio; EULA, Ernesto (orgs.). *Novissimo Digesto Italiano*. Turim: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1957.

AYOUB, Luiz Roberto e CAVALLI, Cássio. *A Construção Jurisprudencial da Recuperação Judicial de Empresas*. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio Jurídico: existência, validade e eficácia*. 4.ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

BALLARD, Megan J. The Shortsightedness of Blind Trusts. *U. Kansas Law Review*, n. 42, 2007-2008.

BANDEIRA, Paula Greco. *Contrato Incompleto*. São Paulo: Editora Atlas, 2015.

_____. *Contratos Aleatórios no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

BARBI FILHO, Celso Agrícola. Acordo de Acionistas: panorama atual do instituto no Direito Brasileiro e propostas para a reforma de sua disciplina legal. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 8, abr./jun. 2000.

BARBOSA, Rui. *Obras Completas de Rui Barbosa: as cessões de clientela e a interdição de concorrência nas alienações de estabelecimentos comerciais e industriais*. Rio de Janeiro: Ministério da Educação e Saúde, 1948. V. XL. Tomo I.

_____. *Oração aos Moços*. 5.ed. Rio de Janeiro: Casa de Rui Barbosa, 1999.

BARRETO FILHO, Oscar. *Regime Jurídico das Sociedades de Investimentos*. São Paulo: Editora Max Limonad, 1956.

_____. *Teoria do Estabelecimento Comercial*. 2.ed. São Paulo: Saraiva, 1988.

BASTOS, Daniel Deggau. Direito de arrependimento nas relações de consumo: desafios hermenêuticos e casos controvertidos. *Revista de Direito do Consumidor (Revista dos Tribunais Online)*, v. 105, 2016.

BESSONE, Darcy. *Do contrato: teoria geral*. 4.ed. São Paulo: Saraiva, 1997.

BETTI, Emilio. *Teoria Geral das Obrigações*. Campinas: Bookseller, 2006.

_____. *Teoria Geral do Negócio Jurídico*. Campinas: Servanda Editora, 2008.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Da Fidúcia à Securitização: as garantias dos negócios empresariais e o afastamento da jurisdição*. São Paulo: Escola Paulista da Magistratura, 2014.

_____. *Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 12.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017.

BIANCA, Massimo. *Instituzioni di Diritto Privato*. Milão: Giuffrè Editore, 2014.

BIONDI, Biondo. Verbete *Patrimonio* in *Novissimo Digesto Italiano*. 3.ed. In: AZARA, Antonio; EULA, Ernesto (orgs.). Milão: Giuffrè, 1957.

BIRENBAUM, Gustavo. *Teoria da Aparência*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2012.

BODIN DE MORAES, Maria Celina. A Causa do Contrato. *Civilistica.com*, ano 2, n.1, 2013.

_____. Notas sobre a promessa de doação. *Civilistica.com*, ano 2, n. 3, 2013. Disponível em: <http://civilistica.com/wp-content/uploads/2015/02/Bodin-de-Moraes-civilistica.com-a.2.n.3.2013.pdf>. Acesso em: 10 fev. 2018

_____. Risco, Solidariedade e Responsabilidade Objetiva. *Revista dos Tribunais*, v. 854, dez. 2006.

BORGES, José Eunápio. *Curso de Direito Comercial Terrestre*. 5.ed. Rio de Janeiro: Forense, 1971.

BUGARELLI, Waldírio. *A Teoria Jurídica da Empresa (Análise jurídica da empresarialidade)*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985.

BYRNE, David. *Complexity Theory and the Social Sciences: an Introduction*. Londres: Routledge, 1998.

CAIXETA, Debora B. *Contratos Associativos: características e relevância para o Direito concorrencial das estruturas*. dissertação (Mestrado) – Universidade de Brasília, 2015.

CALAMANDREI, Rodolfo. *Società e delle Associazioni Commerciali*. Turim: União Tipográfica-Editrice, 1884. V. 1.

CAMPINHO, Sergio. *Falência e Recuperação de Empresa*. 7.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2015.

_____. *O Direito de Empresa à Luz do Novo Código Civil*. 8.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

CANOTILHO, J. J. Gomes; MENDES, Gilmar Ferreira; SARLET, Ingo Wolfgang; STRECK, Lenio Luiz. *Comentários à Constituição do Brasil*. São Paulo: Saraiva; Almedina, 2013.

CARVALHO SANTOS, J. M. de. *Código Civil Interpretado*. 9.ed. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1964.

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

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3.ed. São Paulo: Saraiva, 2003. V. 2.

CAVALIERI FILHO, Sergio. *Programa de Responsabilidade Civil*. 11.ed. São Paulo: Editora Atlas, 2014.

CENTRO DE ESTUDOS EM FINANÇAS DA FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. *Anuário 2016 da Indústria de Fundos de Investimento*. Disponível em:

http://cef.fgv.br/sites/cef.fgv.br/files/Anuario_FGV%202016_internet.pdf. Acesso em: 10 fev. 2018.

CHALHUB, Melhim Namem. *Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais*: estudos e pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

_____. *Alienação Fiduciária: Negócio Fiduciário*. 5.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

_____. *Trust: perspectivas do direito contemporâneo na transmissão da propriedade para administração de investimentos e garantia*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

COASE, Ronald H. *A Firma, o Mercado e o Direito*. 2.ed. São Paulo: Forense, 2017.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*. 11.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

_____. *Curso de Direito Comercial*. 18.Ed. São Paulo: Saraiva, 2014. V. 1.

_____. *Curso de Direito Comercial*. 18.Ed. São Paulo: Saraiva, 2014. V. 2.

_____. *Curso de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 2013. V. 3.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

COMPARATO, Fábio Konder. Restrições à circulação de ações em companhia fechada. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 36, v. 65, 1979.

CORRÊA LEITE, Carlos Alexandre et al. Código de Defesa do Consumidor aplicado aos fundos de investimento: deveres e responsabilidade do administrador. *Revista Jurídica da Presidência*, v. 17, n. 112, jun./set. 2015.

COSTA, Adriano Soares da. Distinção entre ato jurídico stricto sensu e negócio jurídico unilateral: Breves anotações à margem de Pontes de Miranda. *Revista Jus Navigandi*, Teresina, ano 21, n. 4627, 2 mar. 2016. Disponível em: <https://jus.com.br/artigos/46907>. Acesso em: 10 fev. 2018.

CRUZ, Elisa Costa e AZEVEDO, Lilibeth de. Planejamento sucessório. In TEPEDINO, Gustavo; FACHIN, Luiz Edson (orgs.). *Diálogos sobre Direito Civil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. III.

DANTAS, San Tiago. *Programa de Direito Civil*. Rio de Janeiro: Ed. Rio, 1979. V. 1.

DE PLÁCIDO E SILVA. *Vocabulário Jurídico*. 26.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

DIAS, Daniel Pires Novais. *Negócio Fundacional: criação de Fundações Privadas*. São Paulo: Método, 2014.

DIDIER JÚNIOR, Fredie. *Curso de direito processual civil: introdução ao direito processual civil, parte geral e processo de conhecimento*. 18.ed. Salvador: Jus Podivm, 2016.

DINIZ, Rodrigo Pará. *Fundos de Investimento no Direito Brasileiro: aspectos tributários controvertidos e questões controversas em matéria fiscal*. 2.ed. São Paulo: Almedina, 2016.

DOSSETTO, Mario. *Verbete Comunione (Diritto Civile)*. In: AZARA, Antonio; EULA, Ernesto (orgs.). *Novissimo Digesto Italiano*. 3.ed. Milão: Giuffrè, 1957. V. III.

EBERLIN, Fernando. Contratação refletida na sociedade de consumo: o direito de arrependimento como proteção do consentimento do consumidor. *Revista de Direito do Consumidor*, v. 76.

EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. 2.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. V. II.

_____. *A Lei das S/A Comentada*. 2.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. V. III.

_____. *A Lei das S/A Comentada*. 2.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. V. IV.

ENNECERUS, Ludwig. *Derecho Civil: parte general*. 13.ed. rev. Barcelona: Casa Editorial Bosch, 1947. V. 1º.

ERLING, Marlos Lopes Godinho. *Regulação do Sistema Financeiro Nacional*. São Paulo: Almedina Brasil, 2015.

FANELLI, Giuseppe. *Introduzione alla Teoria Giuridica dell'Impresa*. Milão: Giuffrè, 1950.

FARIAS, Cristiano Chaves de; ROSENVALD, Nelson. *Direitos Reais*. 6.ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010.

FERRARA, Francesco. *A Simulação dos Negócios Jurídicos*. São Paulo: Saraiva, 1939.

FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 1962. v. 7.

FORGIONI, Paula A. *Teoria Geral dos Contratos Empresariais*. 2.ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. A natureza jurídica dos fundos de investimento. Conflito de interesses apurado pela própria assembleia de quotistas. Quórum qualificado para destituição de administrador de fundo. In: _____. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros Editora, 2009.

_____. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1993.

_____. Sociedade em Comum e Regimes de Insolvência. In: CEREZETTI, Sheila C. Neder; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano (orgs.). *Dez Anos da Lei 11.101/2005*. São Paulo: Almedina, 2015.

FRANCESCHINI, José Ignácio Gonzaga. *Contratos Inominados, Mistos e Negócio Indireto in Doutrinas Essenciais: Obrigações e Contratos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. V. 3.

FRAZÃO, Ana. Joint Ventures Contratuais. *Revista de Informação Legislativa*, v. 52, n. 207, jul./set. 2015.

FREIRE, Milciades Mario de Sá. *Manual do Código Civil Brasileiro*. Rio de Janeiro: Jacintho Ribeiro dos Santos Editor, 1930. V. II.

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

FRIEDMAN, Milton. *Capitalism and Freedom*. Chicago: University of Chicago Press, 1982.

GAGGINI, Fernando Schwartz. *Fundos de Investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Editora Universitária de Direito, 2001.

GALGANO, Francesco. *Diritto Civile e Commerciale*. 3.ed. Milão: Cedam, 1999. V. 1

GARCIA, Eusebio González; MAYER, Pollyana Vilar. O Abuso das Formas Jurídicas em Direito Tributário. In: _____. *Doutrinas Essenciais de Direito Tributário*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. V. 9.

GOMES DE PINHO, José Antonio; SACRAMENTO, Ana Rita Silva. Accountability: já podemos traduzi-la para o português? *Revista de Administração Pública*, v. 43, n. 6, nov./dez. 2009, p. 9. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-76122009000600006. Acesso em: 10 fev. 2018.

GOMES, Luiz Roldão de Freitas. Desconsideração da Personalidade Jurídica. *Doutrinas Essenciais de Direito Civil*, v. 3, out. 2010.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 26.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

_____. *Obrigações*. 16.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *A Empresa Individual de Responsabilidade Limitada* in *Revista dos Tribunais*, v. 915, jan. 2012.

GRAU, Eros. *A Ordem Econômica e a Constituição de 1988*. 14.ed. São Paulo: Malheiros, 2010.

GRINOVER, Ada Pellegrini et al. *Código brasileiro de defesa do consumidor: comentado pelos autores do anteprojeto*. 10.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011. v. I.

GUEDES, Gisela Sampaio da Cruz. *Lucros Cessantes: do bom-senso ao postulado normativo da razoabilidade*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

_____. *O Problema do Nexo Causal na Responsabilidade Civil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

HESPANHA, António Manuel. *A Cultura Jurídica Europeia*. Coimbra: Almedina, 2012.

IRTI, Natalino. *L'Età della Decodificazione*. Milão: Giuffré, 1979.

KONDER, Carlos Nelson; RENTERIA, Pablo. A funcionalização das relações obrigacionais: interesse do credor e patrimonialidade da prestação. *Civilistica.com*, ano 1, n. 2, 2012.

KONDER, Carlos Nelson. Causa do contrato x função social do contrato: estudo comparativo sobre o controle da autonomia negocial. *Revista Trimestral de Direito Civil*, ano 11, v.43, jul./set. 2010.

_____. Qualificação e coligação contratual. *Revista Forense*, v. 406, nov./dez. 2009.

KRAAKMAN, Reinier et al. *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2.ed. Nova Iorque: Oxford, 2009. p. 44.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *Direitos das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. V. I.

_____. *Direitos das Companhias*. V. II. Rio de Janeiro: Forense, 2009

LARENZ, Karl. *Derecho Civil: parte general*. Jaén: Editorial Revista de Derecho Privado, 1978.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O Recesso na Incorporação Reversa – empresas do Grupo Oi. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 56, abr./jun. 2012.

LGOW, Carla Wainer Chalréo. Oferta pública obrigatória por ocasião de alienação de controle de companhia aberta (artigo 254-A da Lei das S.A.). *Revista Semestral de Direito Empresarial*, n. 9, jul./dez. 2011.

LIMA, Alvino. *Culpa e Risco*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1960.

LOBO, Jorge. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. In: SALLES DE TOLEDO, Paulo F. C.; ABRÃO, Carlos Henrique (coords.). 5.ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

LONGO, José Henrique; PHOBO, Márcia Setti. Fundos de Investimento. In: *Revista Tributária das Américas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. v. 6.

LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de Direito Civil*. 4. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1962.

LORIA, Eli; MENDES, Helio Rubens de Oliveira. *A utilidade do conceito do objeto social na disciplina das Sociedades Anônimas* in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 61, jul./set 2013.

LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Limitadas*. 6.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

LUCIAN, Rafael e FARIAS, Salomão Alencar de. *Effects of Information Overload on Brazilian E-Consumers* in *American Journal of Economics and Business Administration*, p.21-26, 2009.

MADALENO, Ralf. *Planejamento Sucessório* in *Revista IBDFAM*, jan./fev. 2014. V. 1.

MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano. *As Sociedades Cooperativas e o Regime Jurídico Concursal*. São Paulo: Almedina, 2015.

MAITLAND, F. W. *Equity and the Forms of Action at Common Law*. Cambridge: University Press, 1929.

MANKIW, Gregory. *Introdução à Economia*. São Paulo: Cengage Learning, 2009.

MARQUES, Claudia Lima, BENJAMIN, Antônio Herman V.; BESSA, Leonardo Roscoe. *Manual de Direito do Consumidor*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

MARQUES, Cláudia Lima, BENJAMIN, Antônio Hermann V.; MIRAGEM, Bruno. *Comentários ao Código de Defesa do Consumidor*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2003.

MARQUES, Claudia Lima. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor: o novo regime das relações contratuais*. 8.ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

MARTINS NETO, Carlos. *A Responsabilidade do Cotista de Fundo de Investimento em Participações*. São Paulo: Almedina Brasil, 2017.

MARTINS, André Chateaubriand; ORLEANS E BRAGANÇA, Gabriel José de. O Instituto do Patrimônio em Separado na Recuperação Judicial Brasileira. *Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, v. 6, out./dez. 2017.

MARTINS, Ives Gandra da Silva; MENEZES, Paulo Lucena de. *Elisão Fiscal* in *Doutrinas Essenciais de Direito Tributário*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. V. 6.

MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado: critérios para sua aplicação*. São Paulo: Marcial Pons, 2015.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. São Paulo: FGV Editora, 2015. V. 1. Tomo 2.

MENEZES LEITÃO, Luís Manuel Teles de. *Direitos Reais*. 6.ed. Coimbra: Almedina, 2017.

MESSINEO, Francesco. *Manuale di Diritto Civile e Commerciale*. 8.ed. Milão: Giuffré, 1954. V. 4.

MESTRE, Jacques. L'évolution du contrat en droit privé français. In: CARBONNIER, Jean et al. *L'évolution contemporaine du Droit des Contrats – Journées René Savatier*. Paris: Presses Universitaires de France, 1986.

MIRAGEM, Bruno. *Direito Bancário*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013.

MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de Direito Civil: Parte Geral*. 6.ed. São Paulo: Saraiva, 1968.

MOREIRA ALVES, José Carlos. *Da alienação fiduciária em garantia*. Rio de Janeiro: Forense, 1979.

MOREIRA, Alberto Caminã. *Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. In: CORRÊA-LIMA, Oscar Brina e CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão (coords.). Rio de Janeiro: Forense, 2009.

NEGRÃO, Ricardo. *Manual de Direito Comercial e de Empresa*. 7.ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

NERY JÚNIOR, Nelson et al., *Código Brasileiro de Defesa do Consumidor: comentado pelos autores do anteprojeto*. 9.ed., São Paulo: Ed. Forense Universitária, 2007.

OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. Obrigação de meios e assunção de riscos pelo consumidor. *Revista do Direito do Consumidor*, v. 111, maio/jun. 2017.

OLIVA, Milena Donato. A proteção dos incapazes e a utilidade da incorporação do Trust pelo Direito Brasileiro. *Revista dos Tribunais*, v. 938, dez. 2013.

_____. Como a incorporação do trust no direito brasileiro pode servir à proteção de pessoas vulneráveis. CONGRESSO DO IBDCIVIL, 5. *Anais...* (no prelo).

_____. *Deve o trust ser incorporado no direito brasileiro?* Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/deve-o-trust-ser-incorporado-no-direito-brasileiro-07012018>. Acesso em: 10 fev. 2018.

_____. *Do Negócio Fiduciário à Fidúcia*. São Paulo: Atlas, 2014.

_____. Indenização devida 'ao fundo de investimento': qual cotista vai ser contemplado o atual ou o da data do dano? *Revista dos Tribunais*, v. 904, fev. 2011.

_____. *Patrimônio Separado*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

OLIVEIRA, Eduardo Ribeiro de. *Comentários ao Novo Código Civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2008. V. II.

PARENTE, Norma Jonssen. *Tratado de Direito Empresarial – Mercado de Capitais*. In: CARVALHOSA, Modesto (coord.). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. v. VI.

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

PEIXOTO, Euler da Cunha. *Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. In: CORRÊA-LIMA, Oscar Brina; CORRÊA LIMA, Sérgio Mourão (coords.). Rio de Janeiro: Forense, 2009.

PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Condomínio e Incorporações*. 12.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

_____. *Instituições de Direito Civil: Contratos*. 14.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010. V. III.

_____. *Instituições de direito civil: direito das sucessões*. 21.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. v. VI.

_____. *Instituições de Direito Civil: Direitos Reais*. 24.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016. v. IV.

_____. *Instituições de Direito Civil: Introdução ao Direito Civil e Teoria Geral de Direito Civil*. 23.ed. Rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2009. V. I.

_____. *Instituições de Direito Civil: Obrigações*. 24.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011. V. II.

_____. *Responsabilidade Civil*. 7.ed. Rio de Janeiro: Forense, 1996.

PERLINGIERI, Pietro. *Manuale di Diritto Civile*. Nápoles: Edizioni Scientifiche Italiane, 1997.

_____. *Perfis do Direito Civil: Introdução ao Direito Civil Constitucional*. 3ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. Aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos administradores de fundos de investimento. *Revista de Direito do Consumidor*, v. 61, jan./mar. 2007.

PINHEIRO, Luis de Lima. *Contrato de Empreendimento Comum- Joint Venture – Em Direito Internacional Privado*. Coimbra: Almedina, 2003.

PLANIOL, Marcel. *Traité Élémentaire de Droit Civil*. 50.ed. Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1950. Tome Premier.

PONTES DE MIRANDA. *Tratado de Direito Privado – Parte Especial: Direito das Obrigações*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2012. Tomo XXXVIII.

_____. *Tratado de Direito Privado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1984. Tomo LII.

_____. *Tratado de direito privado: parte especial, direito das sucessões*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012. Tomo LV.

POTHIER, Robert-Joseph. *Traité de Droit Civil – Traité des Obligations*. Orleães: Rouzeau-Montaut, 1776. T. 1.

PUGLIATTI, Salvatore. Precisações in tema di causa del negozio giuridico. In: _____. *Diritto civile: metodoteoria-pratica*. Milão: Giuffrè, 1951.

RENTERIA, Pablo. *Obrigações de meios e de resultado: análise crítica*. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

_____. *Penhor e Autonomia Privada*. São Paulo: Atlas, 2016.

REQUIÃO, Rubens. *Abuso de Direito e fraude através da personalidade jurídica* (disregard doctrine). *Revista dos Tribunais*, set. 2002. V. 803.

RIBEIRO, Renato Ventura. *Direito de Retenção no Contrato de Empreitada in Doutrinas Essenciais – Obrigações e Contratos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. V. 6.

RICHEY, Tom. On Scientific Method – Based on a Study by Bernhard Riemann. In: _____. *Systems Research*, 1991. V. 8.

ROQUE, Andre Vasconcelos; GAJARDONI, Fernando da Fonseca; DELLORE, Luiz; OLIVEIRA JÚNIOR, Zulmar Duarte de. *Teoria geral do processo: comentários ao CPC de 2015: parte geral*. São Paulo: Forense, 2015.

SACRAMONE, Marcelo Barbosa. *Administradores de Sociedades Anônimas: relação jurídica entre o administrador e a sociedade*. São Paulo: Almedina, 2015.

SAFFARO, Matheus Alves; TEIXEIRA, Tarcisio. *A EIRELI e suas controvérsias pendentes in Revista de Direito Empresarial*. v. 13. jan-fev/2016.

SARTINI, João Felipe Brandão. A Instrução CVM 558/15 e a Nova Regulamentação dos Administradores de Carteiras de Valores Mobiliários. In: HANSZMANN, Felipe (org.). *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016.

SCHREIBER, Anderson. *A representação no novo Código Civil*. In: TEPEDINO, Gustavo (coord.). *A parte geral do novo Código Civil: estudos na perspectiva civil-constitucional*. 3.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

_____. *Equilíbrio Contratual e Dever de Renegociar*. São Paulo: Saraiva, 2018. p. 227 e seguintes.

_____. *Novos paradigmas da responsabilidade civil*. São Paulo: Atlas, 2007.

SERPA LOPES, Miguel Maria de. *Curso de Direito Civil – Fontes das Obrigações: Contratos*. 4.ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1991. V. III.

_____. *Curso de Direito Civil*. 4.ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1962. V. I.

SILVA, Juliana Pedreira da. *Contrato sem Negócio Jurídico*. São Paulo: Atlas, 2011.

SLAIBI FILHO, Nagib; NAVARRO DE SÁ, Romar. *Comentários à lei do inquilinato*. 10.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins. *Fundos de Investimento: um tipo societário e suas principais características*. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de Brasília, 2016.

SOUZA, Eduardo Nunes de. Categorias de atos jurídicos lícitos e seu controle de validade. *Revista dos Tribunais*, v. 967, maio 2016.

_____. Função Negocial e Função Social do Contrato: subsídios para um estudo comparativo. *Revista de Direito Privado*, v. 54, abr./jun. 2013.

_____. Invalidade do negócio jurídico em uma perspectiva funcional. In: TEPEDINO, Gustavo (coord). *O Código Civil na perspectiva civil-constitucional: parte geral*. Rio de Janeiro: Renovar, 2013.

_____. Merecimento de Tutela: a nova fronteira da legalidade no direito civil. *Revista de Direito Privado*, v. 58, abr./jun. 2014.

SZTAJN, Rachel. Cotas de Fundo Imobiliário: novo valor imobiliário. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo: Malheiros, 1994. v. 93.

TAVARES BORBA, José Edwaldo. *Direito Societário*. 12.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

TEIXEIRA, Maria Emília. *O Contrato de Swap: o Credit Default Swap e o Seguro de Crédito*. Coimbra: Almedina, 2017.

TELES, Inocêncio Galvão. *Das Universalidades*. Lisboa: Grandes Oficinas Gráficas Minerva, 1940.

TEPEDINO, Gustavo; BODIN DE MORAES, Maria Celina; BARBOZA, Heloísa Helena. *Código Civil Interpretado Conforme a Constituição da República*. 2.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. V. I.

_____. *Código Civil Interpretado Conforme a Constituição da República*. 2.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. V. III.

TEPEDINO, Gustavo. A Tutela da Personalidade no Ordenamento Civil-constitucional Brasileiro. In: _____. *Temas de Direito Civil*. 4.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

_____. A Excepcionalidade da Desconsideração da Personalidade Jurídica. *Soluções Práticas – Tepedino*, v. 3, nov. 2011.

_____. Crise de Fontes Normativas e técnica legislativa na parte geral do Código Civil de 2002. In: TEPEDINO, Gustavo (coord.) *A Parte Geral do Novo Código Civil: estudos na Perspectiva Civil-Constitucional*. 2.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

_____. Desconsideração Inversa da Personalidade Jurídica no Direito Brasileiro. *Soluções Práticas – Tepedino*, v. 3, nov. 2011.

_____. Esboço de uma classificação funcional dos atos jurídicos. *Revista Brasileira de Direito Civil*, v. 1, jul./set. 2014.

_____. Questões Controvertidas sobre o Contrato de Corretagem. In: _____. *Temas de Direito Civil*. 4.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

TERPINS, Nicole Mattar Haddad. *A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento Imobiliário*. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2013.

THEODORO JR., Humberto. Comentários ao art. 167 do Código Civil. In: TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (org.). *Comentários ao Novo Código Civil*. 4.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008. Livro III.

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

TORRES FILHO, Sergio M. Martins e NAHAS, Fernando William Bunemer. Breves anotações sobre derivativos e securitização no Brasil. *Revista de Direito Empresarial*, v. 14, Mar./abr. 2016.

TRIMARCHI, Pietro. *Instituzioni di Diritto Privato*. 20.ed. Milão: Giuffrè Editore, 2014.

TRINDADE, Marcelo Fernandez. Oferta ao público de unidades autônomas de empreendimento imobiliário. Não caracterização como emissão ou oferta pública de valores mobiliários. *Revista Brasileira de Direito Civil*, v. 11, jan./mar. 2017.

TUCCI, Rogério. Direito de arrependimento do consumidor no comércio eletrônico. *Revista do IBRAC - Direito da Concorrência, Consumo e Comércio Internacional*, v. 22, 2012.

TUNC, André. A Distinção entre Obrigações de Resultado e Obrigações de Diligência. In: _____. *Doutrinas Essenciais Obrigações e Contratos*. 2011. V. 1.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*: comentários ao decreto-lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940. 2.ed. Rio de Janeiro: Forense, 1941. V. 1.

VASCONCELOS, Justino. *Das Firmas e Denominações Comerciais*. Rio de Janeiro: Editora Revista Forense, 1957.

VEIGA, Alexandre Brandão da. *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário (Regime Jurídico)*. Coimbra: Almedina, 1999.

VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. *As Sociedades Corretoras e o Mercado de Valores Mobiliários*. Rio de Janeiro: Ed. Lumen Juris, 2003.

VON BERTALANFFY, Ludwig. *Teoria Geral dos Sistemas*. Petrópolis: Editora Vozes, 1973.

WAISBERG, Ivo; LIMA, Stefan Lourenço de. Fundos de Investimento e sua utilização em Recuperação Judicial – aspectos relevantes. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 60, abr. 2013.

WALD, Arnaldo. Direito de Recesso – modificações estatutárias não impugnadas tempestivamente que decorrem do término do prazo de concessão – descabimento daquele. *Doutrinas Essenciais de Direito Empresarial*, v. 3, dez. 2010.

_____. Algumas considerações a respeito da utilização do ‘trust’ no Direito Brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 34. n. 99, jul./set. 1995.

_____. Da Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário. *Revista Forense*, v. 309, jan./mar. 1990.

WAMBIER, Teresa Arruda Alvim; DIDIER JÚNIOR, Fredie; TALAMINI, Eduardo; DANTAS, Bruno. *Breves Comentários ao Novo Código de Processo Civil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

WINDSCHEID, Bernhard. *Diritto Delle Pandette*. FADDA, Carlo; BENZA, Paolo Emilio. Turim: Unione Tipografico-Editrice, 1930. V. 1.

XAVIER, Alberto P. A Evasão Fiscal Legítima: o Negócio Jurídico Fiscal. In: _____. *Doutrinas Essenciais de Direito Penal Econômico e da Empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. V. 5.

XAVIER, José Tadeu Neves. Reflexões sobre a Empresa Individual de Responsabilidade Limitada (EIRELI). *Revista de Direito Privado*, v. 54, abr./jun. 2013.