

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE DIREITO

**LIMITES DA ATUAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
NA REGULAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO**

BELO HORIZONTE
2014

MARIANA LOYOLA FERREIRA SGARBI

**LIMITES DA ATUAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
NA REGULAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO**

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito para a obtenção do grau de Mestre em Direito, sob orientação do Professor Doutor Sergio Mourão Corrêa Lima.

BELO HORIZONTE
2014

Sgarbi, Mariana Loyola Ferreira

S523I Limites da atuação da Comissão de Valores Mobiliários na regulação dos fundos de investimento / Mariana Loyola Ferreira Sgarbi. - 2014.

Orientador: Sérgio Mourão Corrêa Lima.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de Direito.

1. Direito empresarial - Brasil - Teses 2. Mercado de capitais - Brasil 3. Fundos de investimento - Aspectos jurídicos - Brasil 4. Valores mobiliários - Brasil 3. I. Título

CDU: 347.72(81)

LIMITES DA ATUAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS NA REGULAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito para a obtenção do grau de Mestre em Direito, sob orientação do Professor Doutor Sergio Mourão Corrêa Lima. Defendida em _____ de _____ de 2014, na Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais perante a presente banca de examinadores, que avaliou e conferiu o seguinte resultado.

Resultado: _____

Prof. Dr. Sergio Mourão Corrêa Lima (orientador)
Universidade Federal de Minas Gerais

Prof. Dr.
Instituição:

Prof. Dr.
Instituição:

DEDICATÓRIA

Dedico à minha mãe Marcia, cuja força e determinação me inspirarão eternamente.

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao André pelo carinho, companheirismo, paciência e ajuda especiais durante a elaboração e revisão deste trabalho.

Agradeço ao meu pai Walter e à minha irmã Julia, por terem me apoiado nas tantas horas de incerteza e insegurança que passei ao longo da elaboração deste trabalho.

Agradeço aos meus colegas de escritório, por terem me possibilitado dedicar à dissertação sem me preocupar com os problemas do dia a dia.

Agradeço aos meus amigos, por entenderem o período de ausência gerado pela dedicação a este trabalho.

- *Adieu, dit le renard. Voici mon secret. Il est très simple: on ne voit bien qu'avec le cœur. L'essentiel est invisible pour les yeux.*
- *L'essentiel est invisible pour les yeux, répéta le petit prince, afin de se souvenir.*
- *C'est le temps que tu as perdu pour ta rose qui fait ta rose si importante.*
- *C'est le temps que j'ai perdu pour ma rose... fit le petit prince, afin de se souvenir.*
- *Les hommes ont oublié cette vérité, dit le renard. Mais tu ne dois pas l'oublier. Tu deviens responsable pour toujours de ce que tu as apprivoisé. Tu es responsable de ta rose...*
- *Je suis responsable de ma rose... répéta le petit prince, afin de se souvenir*.*

*Antoine de Saint-Exupéry (1900-1944), Le Petit Prince.

RESUMO

O objetivo do presente trabalho é investigar os limites da atuação da Comissão de Valores Mobiliários na regulação dos fundos de investimento, a partir da análise da estrutura e das regras jurídicas que os regem, para que seja possível analisar a segurança jurídica dos agentes do mercado de capitais. Apresentam-se, inicialmente, noções sobre os mercados financeiro e de capitais brasileiros. Posteriormente, adentra-se no estudo do instituto dos fundos de investimento, trazendo suas principais características, seu regime jurídico e o debate doutrinário acerca de sua natureza jurídica. Após a apresentação do mercado em que se inserem os fundos e das suas principais características, busca-se tratar a regulação do mercado de capitais brasileiro e o papel da Comissão de Valores Mobiliários na regulação dos valores mobiliários. Neste momento, procura-se tratar a conceituação dos fundos e inserir as cotas de fundos de investimento em seu conceito, com o intuito de trazer as limitações advindas do entendimento da CVM acerca de tal conceito, que acabam por limitar a própria atuação do órgão regulador sobre o instituto. Por fim, expõe-se outro exemplo de limitação de tal atuação sobre o instituto, qual seja, a aplicação do Código de Defesa do Consumidor, na medida em que representa a aplicação de normas não editadas pela comissão às relações jurídicas envolvendo fundos de investimento.

Palavras-chave: Mercado de capitais, Fundos de investimento, Regulação, Comissão de Valores Mobiliários, valor mobiliário.

ABSTRACT

The purpose of this study is to investigate the limits of the performance of the Brazilian Securities and Exchange Commission in the regulation of investment funds concerning not only the analysis of the structure and legal rules governing the investment funds but also the performance of the Securities Commission as regulatory Agency, in order to identify the limitations that regulation , can impose to investment funds and the uncertainty that reaches the agents of the capital market in the Brazilian legal system. Initially, it presents basic concepts on the Brazilian financial market. Subsequently, it studies the institute of the investment funds, bringing up its main characteristics, its legal system and the doctrinal debate about its legal nature. After the presentation of the market in which they operate and its main features, it seeks to analyze the regulation of the Brazilian capital market and the role of the Brazilian Securities Commission in regulating securities. Then, it focuses on the legal concept of securities in which the investment funds can be inserted in order to present the limitations caused by the CVM on such a concept. It finally shows how they limit the actual performance of the regulator about the institute.

Keywords: Capital Market, Investment funds, Regulation, Brazilian Securities and Exchange Comission, Securities.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BACEN – Banco Central do Brasil

BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento Social

CCB – Código Civil Brasileiro

CDC – Código de Defesa do Consumidor

CMN – Conselho Monetário Nacional

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

FGTS – Fundo de Garantia por Tempo de Serviço

SFN – Sistema Financeiro Nacional

STJ – Superior Tribunal de Justiça

STF – Supremo Tribunal Federal

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	11
1 MERCADO DE CAPITAIS.....	17
1.1 Mercado Financeiro – Noções Gerais.....	17
1.2 Mercado de Capitais.....	22
2 FUNDOS DE INVESTIMENTO	26
2.1 Histórico.....	26
2.2 Organização e Funcionamento	41
2.3 O Administrador e o Gestor	43
2.4 O Cotista.....	50
3 REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS – O PAPEL DA CVM.....	53
3.1 Conceito de Regulação.....	53
3.2 Tipos de Regulação Normativa.....	65
3.3 A Regulação do Mercado de Capitais Brasileiro.....	74
3.3.1 Visão Geral do Sistema Financeiro Nacional	74
3.3.2 A Comissão de Valores Mobiliários.....	79
3.3.3 O Conceito de Valor Mobiliário.....	81
4 ATUAÇÃO DA CVM EM RELAÇÃO A FUNDOS DE INVESTIMENTO	90
CONCLUSÃO.....	105
BIBLIOGRAFIA	107

INTRODUÇÃO

Com a estabilidade econômica conquistada por meio do Plano Real e da política de austeridade fiscal do final do século XX, criou-se ambiente propício a um novo período¹ de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro². Adicionalmente, o crescimento econômico estável alcançado nos últimos 20 (vinte) anos, permitiu que um número maior de investidores se interessasse pelos produtos oferecidos neste mercado, tais como ações e cotas de fundos de investimento, principalmente considerando que, com o intuito de mitigar os riscos e aumentar o retorno, observa-se crescente busca por investimentos diversificados. Com efeito, pesquisas mostram que o volume financeiro negociado no mercado de capitais aumentou exponencialmente nas últimas décadas³.

Ademais, vivemos a era da informação⁴ e da crescente internacionalização dos mercados, o que faz com que o que aconteça no mercado de capitais influencie cada vez mais a vida de milhares de cidadãos no Brasil e no mundo. A velocidade da informação tornou instantânea a interação entre os mercados, trazendo

¹ O primeiro período de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro se deu no início dos anos 70 do século passado e ficou conhecido como “o boom de 1971”: “Com o grande volume de recursos carreados para o mercado acionário, principalmente em decorrência dos incentivos fiscais criados pelo Governo Federal, houve um rápido crescimento da demanda por ações pelos investidores, sem que houvesse aumento simultâneo de novas emissões de ações pelas empresas. Isto desencadeou o “boom” da Bolsa do Rio de Janeiro quando, entre dezembro de 1970 e julho de 1971, houve uma forte onda especulativa e as cotações das ações não pararam de subir. [...] O movimento especulativo, conhecido como “boom de 1971”, teve curta duração mas suas consequências foram vários anos de mercado deprimido, pois algumas ofertas de ações de companhias extremamente frágeis e sem qualquer compromisso com seus acionistas, ocorridas no período, geraram grandes prejuízos e mancharam de forma surpreendentemente duradoura a reputação do mercado acionário”. Disponível em http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html. Acesso em 24/08/2014.

² Conforme reportagem denominada 20 anos do Plano Real e o Legado para o Mercado de Capitais, por Isabella Abre, constante da Revista RI – Relações com Investidores, edição de Fevereiro de 2014.

³ “Esse crescimento, na verdade, vem se desenvolvendo a partir de 2002 e o mercado de capitais está galgando uma posição relevante para o financiamento das companhias brasileiras na América Latina e no mundo. Durante estes oito anos, através de 215 ofertas públicas de ações, registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), foram captados mais de R\$ 350 bilhões; mais de 100 companhias abriram o seu capital, sendo a grande maioria integrante do Novo Mercado da BM&FBovespa, captando em conjunto volume superior a R\$ 100 bilhões, em operações de compra e venda de valores mobiliários”. (WALD, Arnaldo, Operações no mercado de capitais cresceram 100%. Disponível em <http://www.conjur.com.br/2010-dez-31/retrospectiva-2010-operacoes-mercado-capitais-cresceram-100>. Acesso em 27/07/2014)

⁴ DRUCKER, Peter. Desafios gerenciais para o século XXI. São Paulo: Pioneira, 1999.

proximidade a eles, ou seja, possibilitou acesso, por investidores, a locais longínquos.

As decisões dos investidores no mercado de capitais se pautam, precipuamente, pela análise risco e retorno. Este depende de complexos cálculos e estimativas da geração de valor. Já aquele depende basicamente da segurança que o investimento lhe oferece, sendo que, em regra, quanto menor a segurança, maior retorno o investidor demandará do negócio. Ávidos por encontrar operações que propiciem boa relação risco-retorno, os investidores se deslocam nos mercados globais. Assim, a realidade atual é que, em todo lugar, há gente interessada e capaz de influenciar a grande maioria dos ativos⁵ negociados, por exemplo, na bolsa de valores brasileira⁶.

Todavia, na análise risco-retorno, é necessária avaliação da segurança nos investimentos.

Do ponto de vista do mercado de capitais, a segurança provém, muitas vezes, da solidez das regras do jogo, ou seja, da maior ou menor certeza de que as normas de transparência, governança e lealdade serão cumpridas. Assim, quanto maior solidez e obediência às regras (tanto às inerentes ao mercado em geral como as das sociedades em particular), maior será o número de investidores dispostos a aportar suas economias em determinados negócios⁷.

O mercado de capitais sólido e confiável é, assim, alicerce da economia moderna, na medida em que propicia a canalização dos recursos poupados para o investimento em atividades que geram inovação e desenvolvimento à sociedade,

⁵ Segundo o Pronunciamento Técnico nº 25 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis: “ativo é o conjunto de bens ou direitos capazes de contribuir, direta ou indiretamente, para o fluxo de caixa ou equivalentes de caixa para a entidade”.

⁶ “A capacidade de determinar os rumos econômicos de países inteiros – outrora apanágio exclusivo de governos ou de poucos mercadores e príncipes, como os Rotchild ou os Médici – hoje se transferiu para investidores institucionais que representam as poupanças para a aposentadoria de categorias profissionais diversas, como policiais, metalúrgicos e programadores de computadores. A premissa deste livro é de que estamos diante de uma transformação revolucionária que vem exercendo impacto profundo em todo o mundo, afetando desde as reservas de cada um para a terceira idade até o vigor das economias tradicionais. Peter Drucker, o profeta da administração, previu esse formidável deslocamento de recursos já em 1976, em seu livro *The Unseen Revolution*. Agora chegou a hora dos novos capitalistas”. (DAVIS, Stephen M. Os novos capitalistas: a influência dos investidores-cidadãos nas decisões das empresas. Rio de Janeiro: Elsevier: PREVI, 2008, p.5)

⁷ “Por último, nos mercados mobiliários é de primacial relevo a salvaguarda da confiança dos investidores. Os valores mobiliários representam direitos circuláveis: uma vez que o preço incorpora a potencial valorização futura dos direitos representados, o abalo na confiança numa sociedade ou num mercado pode ter consequências muito negativas nos mercados – potenciando, no limite, a ocorrência de crises sistêmicas”. (CAMARA, Paulo. Regulação dos Mercados de Valores Mobiliários: fundamento e estrutura. Cadernos de ciência da legislação nº 48. Oeiras/Portugal: Instituto Nacional de Administração, 2009, p. 8/9).

garantindo a companhias de diversos setores acesso a uma forma de financiamento muitas vezes mais barata do que a captação de empréstimos bancários. Os investimentos atingem, nos dias de hoje, altos valores, sendo que a grande maioria dos recursos captados e aplicados no mercado de capitais advém da poupança de investidores comuns⁸, como, por exemplo, trabalhadores em busca de garantias para a aposentadoria. Neste contexto, os fundos de investimento constituem importantes veículos de fomento do mercado financeiro⁹, pois permitem fragmentação dos recursos, com aplicação de pequenos volumes por vários investidores, ao mesmo tempo em que oferecem administração profissional e especializada.

Considerando sua importância, conforme demonstrado acima, bem como as consequências que problemas em seu funcionamento podem gerar sobre a chamada “economia real”, como ocorreu na recente crise do *subprime*¹⁰, resta evidente que é preciso assegurar a confiabilidade e segurança ao mercado.

⁸ “Ainda em 1970, um pequeno grupo de capitalistas controlava as maiores organizações de negócios. Nas empresas americanas típicas, as instituições financeiras, representando pequenos investidores, possuíam apenas 19% das ações, muito menos que a participação direta das pessoas físicas, a maioria delas pertencente ao grupo do 1% mais ricos da população. Hoje, em contraste, os fundos de investimento e pensão são proprietários de mais da metade de todas as ações em circulação nos Estados Unidos. Com efeito, os 100 maiores gestores de dinheiro dos Estados Unidos, sozinhos, controlam 52% de todas as ações de empresas americanas”. (DAVIS, Stephen M. Os novos capitalistas: a influência dos investidores-cidadãos nas decisões das empresas. Rio de Janeiro: Elsevier: PREVI, 2008, p. 4)

⁹ “Presentemente, a indústria de fundos constitui um dos mais dinâmicos setores do mercado financeiro. No Brasil, este setor vem crescendo significativamente e já movimenta ativos que representam mais de um trilhão de reais (R\$1.036.970,46 (sic), em 04/07/2007)”. (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; Parente, Flávia; Henriques Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 77)

¹⁰ “A crise do *subprime* foi um dos temas que mais se destacou no cenário econômico internacional de 2007. Ao longo do segundo semestre, os mercados financeiros foram, por duas vezes, surpreendidos por notícias de que as perdas relacionadas com o financiamento de imóveis nos Estados Unidos eram muito elevadas, o que ameaçava a saúde financeira de importantes bancos e fundos de investimento. Em reação, os investidores se apressaram em desfazer suas posições em créditos hipotecários, chegando a afetar o funcionamento de vários mercados. Alguns fundos de investimento tiveram que suspender os resgates de cotas. Houve uma redução na liquidez dos títulos de curto prazo nos EUA – os chamados *commercial papers*. Na Inglaterra, registrou-se, pela primeira vez em mais de 140 anos, uma corrida contra um dos maiores bancos locais - o Northern Rock. Nos mercados interbancários, as taxas de juros começaram a subir, mostrando que os grandes bancos estavam receosos de realizar empréstimos de curto prazo entre si. Nesse estágio, os bancos centrais decidiram intervir, injetando liquidez, para evitar que a crise tomasse proporções sistêmicas. No início de dezembro de 2007, as perdas dos mais importantes bancos, corretoras e companhias imobiliárias internacionais – como o Citibank, a Merrill Lynch e a Freddie Mac americanos e o UBS suíço - somavam, segundo a Bloomberg, mais de US\$ 70 bilhões. Nesse valor não estavam computados os prejuízos decorrentes da desvalorização das ações dessas empresas, o que, em alguns casos, chegou a 40%”. (“Entendendo a crise do subprime”, BNDES, Jan 2008. Disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/vi_sao/visao_44.pdf)

Não obstante as infundáveis discussões sobre o papel do Estado, existe certo consenso acerca da necessidade de alguma atuação do poder público para propiciar condições mínimas de segurança aos agentes do mercado¹¹.

A regulação consiste, assim, em forma de propiciar segurança ao mercado e, principalmente, àqueles que com ele de qualquer forma interagem – pequenos investidores, investidores institucionais, companhias emissoras de valores mobiliários, instituições financeiras etc. Em vez de atuar diretamente, o Estado tem optado por ditar as regras do jogo e impor seu cumprimento, garantindo a previsibilidade e segurança necessárias ao incremento dos investimentos¹².

Esta forma de atuação do poder público, conforme veremos, advém da evolução histórica da sociedade e da crise do Estado do Bem Estar¹³, que o levou à condição de regulador, atuando no sentido de normatizar as atividades também por meio das Agências Reguladoras e não mais apenas por meio do Poder Legislativo.

Com efeito, a regulação tem se mostrado, a cada dia, um instrumento útil e eficaz para a imposição de regras e procedimentos aos particulares, em razão de duas características principais: especialização e flexibilidade. Com a disseminação de mecanismos de engenharia financeira cada vez mais complexos, utilizados como base para a estruturação dos investimentos, é imprescindível que a regulação seja capaz de compreender e normatizar a atuação dos agentes do mercado. Ademais, tendo-se em vista a rapidez do desenvolvimento das atividades nos mercados, é preciso flexibilidade, de modo que as normas não se tornem obsoletas antes mesmo de serem aprovadas, como muitas vezes ocorre com as leis emanadas do Congresso Nacional.

¹¹ “É possível, entretanto, formular uma conclusão: no capitalismo da atualidade, sem dúvida intervencionista, o Estado se mobiliza em favor do sistema. (...) Nos tempos de anormalidade, relativamente à casuística interna, o Estado brasileiro vem intervindo de forma variada e intensa, com o propósito de superar crises e evitar sofrimentos, individuais e coletivos, de proporção inimagináveis em caso de consumação destes riscos”. (PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi (coord.) – Mercado de Capitais Brasileiro. Doutrina, Cases e *Materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2012)

¹² “Em larga medida, os potenciais investidores financiam as empresas porque os seus direitos são protegidos por lei”. (LA PORTA, Rafael/Florencio Lopez de Silanes/Andrei Shleifer/Robert Vishny, Investor Protection and Corporate Governance, in *Journal of Financial Economics*, nº 58 (2000), p. 3/27)

¹³ “a crise fiscal do Estado de Bem Estar conduziu a perspectivas de redução das dimensões do Estado e de sua intervenção direta no âmbito econômico. Passou-se a um novo modelo de atuação estatal, que se caracteriza preponderantemente pela utilização da competência normativa para disciplinar a atuação dos particulares”. (LA PORTA, Rafael/Florencio Lopez de Silanes/Andrei Shleifer/Robert Vishny, Investor Protection and Corporate Governance, in *Journal of Financial Economics*, nº 58 (2000), p. 20)

Aqui, cabe lembrar a lição de Ascarelli, para quem a associação direta com a matriz econômica faz com que as relações de direito comercial se desenvolvam, em grande parte, fora da esfera de domínio do poder estatal e tornam o direito comercial um excelente ponto de observação da interação entre Direito e sociedade¹⁴. Tal ramo do Direito, por ser extremamente sensível às exigências do desenvolvimento econômico, está em contínua transformação, o que enseja a criação de novas regras, que interagem com as antigas e alteram todo o sistema jurídico¹⁵. Por isso, o jurista deve se esforçar para compreender a realidade à sua volta e perceber que a interação entre direito e economia determina que não se ignore as transformações havidas na sociedade, como fonte do estudo do Direito. Em verdade, o renomado professor enxergava o Direito como mais do que simples produto da Economia; a interação entre estas ciências, era tamanha que havia interdependência entre a exigência econômica e a regra jurídica. Daí, nos dizeres de Bobbio, “o vínculo entre direito e economia, assim entendido, constituiu premissa para uma impostação metodológica mais rigorosa da atividade do jurista o qual, ao estudar um instituto, deve observar, ao mesmo tempo, sua estrutura normativa e sua função econômica”¹⁶.

O que o presente trabalho propõe é análise da regulação dos fundos de investimento, conforme seu enquadramento no Ordenamento Jurídico Brasileiro, com ênfase em seu órgão regulador, para que se possa enxergar as limitações que a regulação, da forma que está posta, pode trazer ao instituto.

A reflexão que aqui se intenta é necessária não apenas em razão do crescimento exponencial do mercado de fundos de investimento, mas, principalmente, por causa da segurança jurídica que deve ser oferecida aos agentes do mercado através da regulação.

O trabalho passa pelo estudo do mercado de capitais, das principais características dos fundos de investimento e também de aspectos de Direito Administrativo, já que a base é a regulação empreendida pela Comissão de Valores Mobiliários sobre o mercado de capitais e, principalmente, sobre os fundos de investimento.

¹⁴ Citado por BOBBIO, Norberto. Da estrutura à função. Novos estudos de teoria do direito. Barueri: Manole, 2007, p. 245.

¹⁵ Citado por BOBBIO, Norberto. Da estrutura à função. Novos estudos de teoria do direito. Barueri: Manole, 2007, p. 247.

¹⁶ Citado por BOBBIO, Norberto. Da estrutura à função. Novos estudos de teoria do direito. Barueri: Manole, 2007, p. 250.

Desta forma, inicialmente, abordar-se-á o mercado financeiro e de capitais, suas características e objetivos. No segundo capítulo, tratar-se-ão os fundos de investimento e suas particularidades.

No terceiro capítulo será abordada a regulação do mercado de capitais brasileiro; num primeiro momento, será tratado o conceito de regulação e, ao longo do capítulo, demonstrado como o poder estatal se organizou para desenvolver tal atividade. Além disso, tratar-se-á do conceito de valor mobiliário.

No quarto capítulo, procurar-se-á expor as regras e as teorias de Direito Administrativo que embasam a competência normativa da CVM sobre o mercado de capitais e sobre os fundos de investimento, considerando, como pano de fundo, a discussão doutrinária sobre os limites de atuação das Agências Reguladoras. Daí, com base nesta análise, apresentar-se-á algumas indagações acerca dos limites da atuação da CVM em dois casos específicos relacionados aos fundos de investimento: o condomínio em regime especial e o tratamento dos fundos de investimento que não possuam distribuição pública de suas cotas no mercado.

Por fim, apresentar-se-ão as conclusões da pesquisa.

1 MERCADO DE CAPITAIS

1.1 Mercado Financeiro – Noções Gerais

O mercado¹⁷ financeiro é o ambiente da economia em que, dentre outras coisas, se realizam as operações financeiras de captação da poupança para investimentos na produção dos bens e serviços¹⁸.

De um lado, há agentes deficitários que necessitam financiar suas atividades – os tomadores –, e, de outro, há agentes superavitários dispostos a investir as sobras de sua poupança (conceituada como a parcela da renda não utilizada para aquisição de bens e serviços¹⁹) – os investidores²⁰. O mercado financeiro é o ambiente no qual as operações²¹ entre tais agentes acontecem, sob determinadas

¹⁷ “A expressão mercado pode ser utilizada em diversos contextos, com os mais variados sentidos. Conforme o caso, seu uso destaca aspectos físicos ou materiais (o local destinado à realização de operações econômicas), geográficos (dependendo da base local considerada), setoriais (quando se trata da negociação de produtos específicos) ideológicas (quando se passa daquelas definições mais objetivas para tratamento do mercado como espaço de realização da liberdade individual) ou mesmo institucionais (mercado como conjunto ordenado de institutos destinados ao atingimento de certos fins). Para a teoria econômica tradicional, o mercado é meramente o *locus* abstrato em que ocorre a formação de preços a partir da contraposição entre oferta e demanda, sem maiores considerações de cunho institucional”. (YAZBEK, Otávio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo, Campus Jurídico, 2010, p. 61)

¹⁸ “A função básica da economia numa sociedade é alocar recursos escassos – terra, trabalho, capacidade de gerenciamento etc – à produção dos bens e serviços de que as pessoas necessitam. Em grande parte, a qualidade de vida das pessoas depende de a economia produzir diariamente uma substancial quantidade de comida, moradia, transporte, energia e comunicações, bens culturais e milhares de outras utilidades de que nos valem, na maioria das vezes sem nem mesmo percebermos quão essenciais eles são ao nosso padrão de vida. A produção e distribuição desses bens e serviços na economia é uma atividade extremamente complexa. Exige que os escassos recursos indispensáveis a esta produção sejam encontrados na hora certa, levados até o local necessário para serem combinados com o trabalho desenvolvido conforme técnicas adequadas e depois transferidos para o local onde devem ser consumidos, tudo isso dentro de um intervalo de tempo e a um custo que sejam compatíveis com a necessidade e os desejos dos consumidores”. (OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. Moeda, Juros e Instituições Financeiras. Regime Jurídico. 2ª ed. São Paulo: Forense, 2009, p. 14)

¹⁹ “A poupança é a parcela de renda economizada pelos agentes econômicos que não foi consumida na aquisição de bens e serviços. É a postergação da capacidade de consumo diante de uma expectativa de maiores dispêndios no futuro. Na avaliação da poupança, costuma-se incluir, também, a parcela da renda gerada, mas que não foi transferida financeiramente para seus proprietários. Por exemplo, os lucros retidos pelas empresas” (ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 9ª edição. São Paulo: Atlas, 2009, p. 6).

²⁰ “Já na moderna economia de mercado, existe uma multiplicidade de agentes econômicos – governo, empresas, unidades familiares, indivíduos etc – com intenções diversas de investimento e poupança, que assim podem ser classificados: os agentes deficitários, que são aqueles cujas pretensões de investimento excedem sua capacidade de geração de poupança; e os agentes “superavitários”, cuja capacidade de poupança supera as suas necessidades de investimento”. (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. 2.ed. revisada e atualizada – Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 2).

²¹ “632 — Quais são as operações realizadas nos mercados financeiros e de capital?

Nesses mercados, são negociados títulos, valores mobiliários e ativos financeiros que, de acordo com

regras. É, assim, um segmento especial do mercado que, em sentido amplo, para fins econômicos, pode ser conceituado como o ponto de encontro entre oferta e demanda²².

Para dar segurança aos investidores e garantir que os tomadores possam levantar os recursos de que necessitam, organizou-se um ambiente onde os agentes pudessem se relacionar e realizar suas trocas de forma segura, usando a intermediação de certas instituições – o mercado financeiro. Nas palavras de Mosquera:

No mercado financeiro, via de regra, os detentores de recursos monetários não realizam negócios jurídicos diretamente com os necessitados de crédito. Entre eles surge a figura da instituição financeira que, por sua conta e risco, capta recursos de terceiros e os repassa às pessoas físicas ou jurídicas que solicitam financiamento para a prática de seus negócios privados ou comerciais. Nesse repasse, em regra, a entidade bancária acaba por auferir um ganho (também denominado spread), que corresponde à diferença entre o custo do dinheiro captado e a remuneração recebida pelo empréstimo de recursos. No mercado financeiro realiza-se a tradicional atividade bancária²³.

Este mercado tem sua estrutura organizada pelo sistema financeiro, composto “de instituições responsáveis pela captação de recursos financeiros, pela distribuição e circulação de valores e pela regulação deste processo”²⁴. As instituições financeiras tiveram seu conceito definido, inicialmente, pelo artigo 17 da

as características do ativo ou contrato objeto da operação, podem ser classificados em dois grandes segmentos:

1 - Mercado de Renda Variável

Compõe-se de ativos de renda variável, quais sejam, aqueles cuja remuneração ou retorno de capital não pode ser dimensionado no momento da aplicação. São eles as ações, cotas ou quinhões de capital, o ouro, ativo financeiro, e os contratos negociados nas bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhadas.

2 - Mercado de Renda Fixa

Compõe-se de ativos de renda fixa aqueles cuja remuneração ou retorno de capital pode ser dimensionado no momento da aplicação. Os títulos de renda fixa são públicos ou privados, conforme a condição da entidade ou empresa que os emite (Instrução Normativa SRF nº 25, de 6 de março de 2001, art. 18)”.

(Disponível em <http://www.receita.fazenda.gov.br/pessoafisica/irpf/2010/perguntas/aplicfinanrenfixarenvariavel.htm>, acesso em 18/09/2011).

²² OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. Moeda, Juros e Instituições Financeiras. Regime Jurídico. 2ª ed. São Paulo: Forense, 2009, p. 16.

²³ MOSQUERA, Roberto Quiroga. Aspectos Atuais do Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo: Dialética, 1999, p. 19.

²⁴ Mercado de Capitais – Bovespa. Disponível em <http://www.bmaiscompet.com.br/arquivos/MercadodeCapitaisBovespa.pdf>, acesso em 11/02/2014.

Lei nº 4.595/76²⁵. Considerando a abrangência do conceito legal, a doutrina e a jurisprudência atuaram de forma a restringi-lo:

Assim, de acordo com a melhor interpretação do art. 17 da Lei nº 4.595/1964, para caracterizar-se a atividade privativa de instituição financeira exige-se a presença cumulativa dos seguintes elementos: a captação de recursos financeiros em nome próprio; seguida do repasse mediante operação de mútuo financeiro; com intuito de auferir lucro; realizada tal modalidade de operação em caráter habitual²⁶.

A função das instituições financeiras, sob esta ótica, é a intermediação da poupança dos agentes superavitários para investimento na produção dos agentes deficitários. Tais instituições realizam, pois, função primordial para a viabilização do sistema, já que servem de referência para investidores e tomadores, intermediando as operações e adequando suas características à necessidade dos agentes²⁷. Em algumas operações, típicas do mercado de crédito, os investidores entregam seus recursos às instituições financeiras e estas repassam aos tomadores, na forma de empréstimos. Em outras, os investidores adquirem títulos diretamente dos tomadores e as instituições financeiras intermedeiam as operações²⁸.

²⁵ “Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual”.

²⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. 2.ed. revisada e atualizada – Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 6.

²⁷ “Da atividade de intermediação financeira exercida pelos bancos decorrem consequências de grande relevância econômica. São elas a transmutação de ativos (melhor alocação de fundos) e o fato de servir como câmara de compensação. Os bancos contribuem, nessas funções, para uma eficiência maior nas trocas da economia, além de se constituírem canal estável para a condução da política monetária e, conseqüentemente, da política macroeconômica”. (TURCZYN, Sidnei. O Sistema Financeiro Nacional e a Regulação Bancária. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005, p. 55).

²⁸ Além da função de intermediação destas operações, todavia, é importante salientar a mais importante e peculiar função das instituições financeiras: a de criar moeda. Nos dizeres de TURCZYN: “Mas não é o fato de operar com recursos de terceiros que dá a atividade bancária sua característica mais peculiar. Esta é dada pelo fato de que os bancos não restringem seus empréstimos aos valores que recebem de seus depositantes, ou seja, pelo fato de que a atividade bancária não se limita à intermediação propriamente dita mais envolve, também, o fenômeno que se conhece por ‘criação de moeda’ ou ‘multiplicação de meios de pagamento’”. A criação da moeda ocorre porque os bancos não emprestam aos tomadores apenas o lucro que obtém com a atividade de intermediação, ou seja, os resultados gerados pelos próprios bancos. Eles emprestam também uma parcela dos valores depositados pelos investidores, conforme continua a nos ensinar o doutrinador: “A base do funcionamento do sistema bancário (e daí a menção à sua origem ligada aos ourives ingleses) repousa, fundamentalmente, na presunção de que é improvável que todos os depositantes de um banco pretendam resgatar integralmente, e ao mesmo tempo, os depósitos que mantém, especialmente os depósitos à vista. Partindo desta presunção, os bancos reservam uma parte dos recursos recebidos para atender às solicitações usuais de resgates (recebendo esta parte

É no mercado financeiro, portanto, que há a captação dos recursos dos agentes superavitários para a alocação nas unidades produtivas. Porém, para que o investidor aceite disponibilizar sua poupança a outro agente, é preciso que ele tenha garantia de que receberá seus recursos de volta, bem como de que será remunerado pelo tempo em que seu capital restou disponível para o tomador. Por isso, o agente tomador obriga-se a devolver o valor captado, e o faz mediante a entrega de um instrumento que represente tal obrigação. Os ativos²⁹ ou instrumentos financeiros nada mais são, pois, do que produtos criados pelos intermediários do mercado para consubstanciar tais promessas, de forma a oferecer segurança e previsibilidade quanto ao recebimento dos recursos emprestados, acrescidos da remuneração acordada³⁰.

A finalidade do sistema é, pois, organizar as relações ali desenvolvidas³¹, alocando os recursos dos investidores de acordo com as necessidades dos tomadores, contribuindo assim para o crescimento econômico, já que possibilita o investimento da poupança popular em atividades econômicas geradoras de emprego, inovação e infraestrutura, colaborando com o incremento do desenvolvimento social do país³². Para o presente trabalho, interessa o mercado de

reservada pelos bancos a denominação de 'encaixe') e destinam o saldo a empréstimos em diversas modalidades. Estes empréstimos, por sua vez, chegando às mãos de tomadores de recursos, se converterão em novos depósitos em bancos que, deduzidos do encaixe respectivo, retornarão ao mercado sob forma de novos empréstimos, resultando na mencionada criação de moeda e na multiplicação de meios de pagamento". (TURCZYN, Sidnei. O Sistema Financeiro Nacional e a Regulação Bancária. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005, p. 55)

²⁹ Para o conceito de ativo, ver nota nº 4. Segundo o Pronunciamento Técnico nº 39 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis: "instrumento financeiro é qualquer contrato que dê origem a um ativo financeiro para a entidade e a um passivo financeiro ou instrumento patrimonial para outra entidade. Ativo financeiro é qualquer ativo que seja: (a) caixa; (b) instrumento patrimonial de outra entidade; (c) direito contratual: (i) de receber caixa ou outro ativo financeiro de outra entidade; ou (ii) de troca de ativos financeiros ou passivos financeiros com outra entidade sob condições potencialmente favoráveis para a entidade; (d) um contrato que seja ou possa vir a ser liquidado por instrumentos patrimoniais da própria entidade".

³⁰ "Nesse encontro, as unidades provedoras de fundos cedem seu dinheiro recebendo em troca apenas promessas, as quais são como que 'embaladas' na forma de direitos e serviços financeiros, tais como ações, depósitos à vista e a prazo, apólices de seguro, contratos de empréstimo e outros. Estes instrumentos financeiros prometem ao provedor de fundos um fluxo de receita futura na forma de dividendos, juros, tarifas, alugueis, ou indenização de seguros. O provedor de fundos só os cede para o outro fazer suas investimentos porque espera receber de volta o principal emprestado mais uma remuneração por ter aguardado que o investidor usasse os fundos pelo tempo contratado" (OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. Moeda, Juros e Instituições Financeiras. Regime Jurídico. 2ª ed. São Paulo: Forense, p. 10).

³¹ "Pode-se definir, então, como uma das funções do sistema financeiro a intermediação e alocação de recursos e definir o próprio sistema como o conjunto de instituições e de instrumentos que possibilita esta transferência de recursos entre tomadores e ofertadores, buscando compatibilizar seus desejos". (NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha, Securitização de Recebíveis Mercantis. São Paulo, Quartier Latin, 2012, p. 63)

³² À medida que cresce o nível de poupança, maior é a disponibilidade para investir. A poupança

capitais ou mercado de valores mobiliários, ambiente no qual os principais títulos negociados são os valores mobiliários.

Assaf Neto e Eizirk dividem o mercado financeiro, didaticamente, em quatro sub mercados, a depender dos ativos negociados por cada um deles, quais sejam, mercado de crédito, mercado monetário, mercado cambial e mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários)³³.

Yasbek leciona que mercado financeiro é gênero, que, cindido, faz surgir duas espécies “o ‘mercado financeiro em sentido estrito’ e o ‘mercado de capitais’”. Na concepção em sentido estrito (que o autor também denomina mercado de crédito ou de mercado bancário), a mobilização e canalização dos recursos é realizada pela instituição financeira, como contraparte das operações. Já no mercado de capitais, a mobilização e canalização dos recursos se dão entre investidores e emissores de títulos, com a realização, pelo investidor, de aporte direto na entidade emissora, para aquisição de títulos emitidos por esta. Tais operações são intermediadas pelas instituições financeiras, mas como intervenientes e não como contrapartes, “prestando serviços de aproximação, de representação ou de liquidação de operações para seus clientes, as partes reais”³⁴.

Cabe salientar que o próprio Yazbek aponta a insuficiência desta abordagem que separa o mercado financeiro e de capitais em dois segmentos opostos, levando em consideração a existência de intermediação propriamente dita no primeiro caso e a inexistência desta em outra, aduzindo que o desenvolvimento e a sofisticação das operações financeiras levam à interação dos dois mercados³⁵. Também Turczyn nota

individual e a poupança das empresas (lucros) constituem a fonte principal do financiamento dos investimentos de um país. Tais investimentos são o motor do crescimento econômico e este, por sua vez, gera aumento de renda, com conseqüente aumento da poupança e do investimento, e assim por diante. <http://www.bmaiscompet.com.br/arquivos/MercadodeCapitaisBovespa.pdf> acesso em 11/02/2014

³³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. 2.ed. revisada e atualizada – Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 6

³⁴ YAZBEK, Otávio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo, Campus Jurídico, 2010, p. 132.

³⁵ É o caso dos derivativos. Segundo Sztajn: “É que o mercado de valores mobiliários integra o mercado de capitais ao lado do mercado financeiro. A competição pelos recursos entre esses mercados é visível. Depois porque a linha divisória entre esses mercados vem se atenuando, notadamente no que concerne aos derivativos, dizem alguns estudiosos” (Regulação e mercado de valores mobiliários. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, ano 43, nº 135, julho/setembro 2004, p. 140). Conforme leciona Yasbek (Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo, Campus Jurídico, 2010, p. 106), enquadra-se na definição de derivativo “todo instrumento financiador cujo valor ‘deriva’ ou depende de uma variável mais básica (Hull, 199, p. 13). Essa variável mais básica é, geralmente, o preço de um determinado ‘ativo subjacente’ (*underlying asset*), que pode ser um bem ou mesmo uma taxa ou índice”. Se o ativo subjacente estiver referenciado em valores mobiliários, falar-se-ia em mercado de valores mobiliários, caso contrário,

que “as alterações pelas quais passaram e continuarão a passar os mercados financeiros, de um modo geral, implicaram na (sic) proliferação de uma série de instrumentos financeiros híbridos, que combinam características de aplicações no mercado financeiro com características de aplicações no mercado de capitais”³⁶.

Pode-se dizer, portanto, que: “mercado financeiro e de capitais é aquele em que são negociados instrumentos financeiros ou em que se estabelecem relações de conteúdo financeiro visando, fundamental mas não exclusivamente, dois fins nem sempre concomitantes: a repartição de riscos e o financiamento das atividades econômicas”³⁷.

Porém, a segmentação para fins de conceituação jurídica persiste e, segundo Mosquera, a oposição entre a noção de mercado financeiro e a noção de mercado de capitais ocorre no sentido de que, enquanto o primeiro é o mercado da intermediação financeira, o segundo seria “o mercado da desintermediação financeira”³⁸.

Para o presente trabalho, interessa o mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários, ambiente no qual os principais títulos negociados são os valores mobiliários, conforme se verá a seguir.

1.2 Mercado de Capitais

O mercado de capitais é o ambiente em que os agentes superavitários investem diretamente em títulos emitidos pelos agentes deficitários. Noutras palavras, considerando que os tomadores prometem devolver os recursos captados junto aos investidores e que tal promessa pode ser formalizada de diversas maneiras, no mercado de capitais, o instrumento que representa a obrigação de

estariamos diante de um título do mercado financeiro. Para acabar com a insegurança que a definição dos mercados trazia sobre o instituto, a Lei nº 10.303/2001 alterou o conceito de valor mobiliário para incluir todo e qualquer contrato derivativo, independentemente do ativo subjacente, atribuindo à CVM competência para sua fiscalização.

³⁶ TURCZYN, Sidnei. O Sistema Financeiro Nacional e a Regulação Bancária. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005, p. 50.

³⁷ YAZBEK, Otávio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo, Campus Jurídico, 2010, p. 60 a 133

³⁸ E prossegue: “Nele, a entidade financeira não se interpõe entre o indivíduo que dispõe de poupança e aquele que está necessitando dela: o trânsito de recursos financeiros do detentor de poupança para o necessitado de financiamento dá-se diretamente. A instituição financeira insere-se na relação apenas como interveniente obrigatória, atuando como instrumento para viabilizar a realização das operações realizadas no âmbito do mercado de capitais”. (MOSQUERA, Roberto Quiroga. Aspectos Atuais do Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo: Dialética, 1999, p. 22)

restituição e detalha a contrapartida do investidor é emitido pelo tomador. Não obstante a realização da operação seja, neste caso, direta entre os agentes, as instituições financeiras também participam das operações, mas não em nome próprio como ocorre nas atividades bancárias³⁹, mas sim como viabilizadoras e facilitadoras das operações.

É preciso diferenciar, aqui, a atuação das instituições financeiras nos dois casos. Nas operações tipicamente bancárias ou do mercado de crédito, conforme definidas pela doutrina acima exposta, as instituições financeiras agem em nome próprio, já que captam os recursos dos agentes superavitários prometendo devolvê-los com rendimento, ao mesmo tempo em que concedem empréstimos aos agentes deficitários cobrando juros pelo recurso disponibilizado. Já nas operações típicas do mercado de capitais, as instituições financeiras agem como prestadores de serviços e não realizam nem a captação nem a disponibilização de recursos em nome próprio. Elas acompanham a realização da operação, que se dá diretamente entre o emissor dos títulos e o investidor.

A função primordial deste mercado é propiciar o direcionamento da poupança popular para a capitalização das empresas, mediante a criação de mecanismos que tragam, principalmente, agilidade ao processo, redução dos custos de transação e segurança ao investidor.

O mercado de capitais pode ser dividido, para fins didáticos, em dois segmentos: mercado primário e mercado secundário. No mercado primário se dá a aquisição originária de títulos pelos investidores, diretamente no emissor. É no mercado primário, portanto, que ocorre captação de recursos da poupança popular⁴⁰ pelo emissor dos títulos, pois o investidor adquire o título diretamente do emissor.

³⁹ Para definição da atividade bancária, vide transcrição da nota nº 3. “Diversamente do que ocorre no mercado de crédito, no mercado de capitais a mobilização da poupança é a realizada diretamente entre a unidade econômica deficitária – a entidade emissora – e a unidade econômica superavitária – o investidor. Inexiste, no caso, intermediação financeira, pois os recursos fluem diretamente dos adquirentes de valores mobiliários para as empresas que os emitem. Tratando-se de emissão pública de valores mobiliários, é obrigatória a presença de uma instituição financeira *underwriter*, cuja atuação, porém, não se confunde com aquela desempenhada quando capta recursos ou concede crédito; o *underwriting*, com efeito, não importa em intermediação financeira, mas em participação, ainda que com garantia firme de subscrição dos títulos, no processo de colocação pública dos títulos” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. 2.ed. revisada e atualizada – Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 9)

⁴⁰ “A poupança das famílias é a diferença entre toda a renda recebida – na forma de salários, juros, aluguéis e lucros – menos a parcela gasta em consumo e impostos num dado período. Empresas também fazem poupança toda vez que apuram lucros e não os distribuem aos seus sócios, seja na forma de reservas de lucros, seja na forma de aumentos de capital”. (OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. Moeda, Juros e Instituições Financeiras. Regime Jurídico. 2ª ed. São Paulo: Forense, p. 23)

Exemplo clássico de operação realizada no mercado primário é a aquisição de debêntures emitidas por uma companhia.

Já no mercado secundário ocorrem as operações de compra e venda dos títulos entre investidores, sem a participação das entidades emissoras⁴¹. Pode-se dizer que, no mercado primário, ocorre a operação de captação dos recursos dos investidores pelas entidades, mediante emissão de títulos por estas e a subscrição e integralização por parte dos investidores, enquanto no mercado secundário ocorre a circulação dos títulos outrora emitidos, em operações realizadas entre os investidores. A liquidez decorrente da existência do mercado secundário é imprescindível para o sucesso de operações realizadas no mercado primário, uma vez que, cientes da facilidade na venda dos títulos no mercado secundário, os investidores são incentivados a aportar recursos em operações realizadas no mercado primário. Assim, apesar de independentes, os mercados primário e secundário são interdependentes e intimamente ligados.

As operações comerciais que ensejam a circulação dos títulos no mercado secundário podem dar-se nas bolsas de valores ou no mercado de balcão, conforme listados pela emissora. Também é possível a realização de tais operações fora desses mercados, entre particulares, como veremos à frente.

Acerca da diferenciação entre bolsa e balcão, ensina Carvalhosa:

As bolsas de valores constituem associações de corretores de valores, que, em um local determinado e especificamente preparado para tanto, possibilitam a troca rápida e eficiente das ordens de compra ou venda dos valores mobiliários. O mercado de balcão, por sua vez, se estabelece a partir da direta atuação de ofertantes e aceitantes, sem a interferência ou intermediação de terceiros, com ou sem o uso de serviços centralizados de custódia e negociação, convencionando livremente o preço dos valores mobiliários adquiridos ou alienados⁴².

⁴¹ “No mercado primário, ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários, mediante mobilização da poupança popular. É no mercado primário que se atende à finalidade principal do mercado de capitais, que é a de permitir a captação dos recursos do público. Os recursos são canalizados diretamente para as entidades emissoras, que poderão, então, utilizá-los em seus projetos de investimentos. SubscREVendo os valores mobiliários, os poupadores, por seu turno, passam a participar do empreendimento econômico. Já no mercado secundário, não há o ingresso de recursos para as companhias emissoras, inexistindo emissão de novos títulos. Na realidade, as operações de mercado secundário são realizadas entre os poupadores, sem qualquer vinculação com a economia que emitiu os valores mobiliários”. (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. 2.ed. revisada e atualizada – Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 10).

⁴² (CARVALHOSA, Modesto, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, v. 1. São Paulo: Saraiva, 2001, p. 37)

Noutras palavras, as bolsas representam o ambiente mais organizado, pois contam com sistema de pregão, que possibilita o acompanhamento imediato das operações e dos preços dos ativos negociados, além de serviços de custódia e transferência dos valores mobiliários listados⁴³. O mercado de balcão, por sua vez, é ambiente menos organizado que as bolsas, mas que, internamente, ainda se segmenta em mercado de balcão organizado e mercado de balcão não organizado⁴⁴

⁴⁵.

Quanto maior a visibilidade e acesso ao público, mais numerosos os requisitos necessários para o emissor se enquadrar em um dos ambientes acima. Em ordem crescente de normatização: balcão não organizado, balcão organizado e bolsa.

Conhecidos os principais conceitos e características do mercado, suficientes para a análise que propõe o presente trabalho, passa-se à análise da regulação nos mercados de capitais.

⁴³ Além de oferecerem um ambiente coordenado para a realização das operações, as bolsas atuam como entidades autorreguladoras do mercado, impondo regras à conduta das entidades que nela negociam de forma a propiciar o desenvolvimento de um ambiente confiável aos investidores. No mercado brasileiro, são duas as bolsas de valores: BOVESPA, em que a negociação predominante é a de ações de companhias abertas e BM&F, em que a negociação predominante é a de mercadorias no mercado futuro e derivativos. A BOVESPA atua fortemente como entidade autorreguladora, criando regras de governança para o acesso das entidades a tipos de mercado, como o Novo Mercado.

⁴⁴ Já o mercado de balcão constituiu o conjunto das operações de mercado secundário, realizadas fora das bolsas de valores, porém com a intermediação de instituições financeiras. A Lei nº 6.385/1976, em seu artigo 2º, §3º, inciso IV, distingue o mercado de balcão 'organizado' do 'não organizado'; o primeiro é institucionalizado, isto é, existe uma entidade onde são centralizadas as operações, enquanto que no segundo, tal não ocorre, não havendo, assim, maior transparência dos negócios realizados com a intermediação de instituições financeiras" (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. 2.ed. revisada e atualizada – Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 11).

⁴⁵ Instrução CVM nº 461/2007: Art. 2º Os mercados regulamentados de valores mobiliários compreendem os mercados organizados de bolsa e balcão e o mercados de balcão não-organizados. Art. 3º Considera-se mercado organizado de valores mobiliários o espaço físico ou o sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operar, que atuam por conta própria ou de terceiros. §1º Os mercados organizados de valores mobiliários são as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão organizado.

§2º Os mercados organizados de valores mobiliários devem ser administrados por entidades administradoras autorizadas pela CVM.

Art. 4º Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º.

Parágrafo único. Também será considerada como de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como parte, integrante do sistema de distribuição, quando tal negociação resultar do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria.

2 FUNDOS DE INVESTIMENTO

Conforme definição da Comissão de Valores Mobiliários, “os fundos de investimento constituem-se num mecanismo organizado com a finalidade de captar e investir recursos no mercado financeiro, transformando-se numa coletiva forma de investimento, com vantagens, sobretudo, para o pequeno investidor individual”⁴⁶. Antes de adentrar às miudezas referentes ao conceito de fundo de investimento, todavia, cumpre trazer um breve histórico acerca da evolução do instituto.

2.1 Histórico

Os mecanismos de investimento coletivo (denominados genericamente como *investment trusts*⁴⁷), aqui entendidos como forma organizada de investimentos em ativos para retorno financeiro mediante valorização dos investimentos, surgiram no século XIX. Não se sabe, precisamente, se isso ocorreu na Bélgica, na Suíça, na Escócia ou na Inglaterra. Certo é que a consolidação da utilização destes mecanismos se deu na Inglaterra, com o advento de duas normas: *Companies Act* e *Limited Liability Act* que, respectivamente aboliram formalidades excessivas que envolviam a constituição de sociedades, simplificando seu processo de constituição e o investimento nas companhias e limitaram a responsabilidade dos investidores, conferindo mais garantias e segurança ao investimento no mercado⁴⁸.

Cabe salientar o contexto econômico favorável, haja vista o período de acumulação de capital experimentado em razão da expansão marítima do Império inglês. Mesmo demandando muitos recursos e apresentando riscos elevados, as operações marítimas propiciaram o “descobrimento” das colônias e a exploração dos recursos minerais e humanos existentes em tais locais. Além disso, a diversificação geográfica das colônias propiciava o investimento em títulos de vários países – às

⁴⁶ Caderno 3, disponível em www.cvm.gov.br

⁴⁷ Segundo Carvalho, “a expressão *investment trust* não se refere somente a fundos de investimento. Na verdade, representa um gênero de mecanismos de investimento coletivo em geral” (CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 35).

⁴⁸ “Independentemente de definir qual efetivamente foi o primeiro *investment trust*, é importante salientar que o seu desenvolvimento e a sua consolidação aconteceram predominantemente na Inglaterra, após a segunda metade do século XIX, e nos Estados Unidos, a partir do fim da Primeira Guerra Mundial (1914-1918)”. (CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 37).

vezes com ênfase em alguns segmentos – ajudando no desenvolvimento de diversos setores da economia⁴⁹.

Nos Estados Unidos, apesar da existência incipiente de dois mecanismos de investimento coletivos anteriores⁵⁰, o primeiro *trust* com o objetivo de gerir uma carteira de valores mobiliários surgiu em 1921, época propícia ao seu desenvolvimento, tendo em vista o crescimento experimentado pela economia americana até o final daquela década. Porém, a crise de 1929 trouxe consigo a incerteza sobre a garantia dos *investment trusts* e, em razão de tal incerteza, verificou-se período de elaboração de diplomas legais para propiciar confiança ao mercado, como o *Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934⁵¹.

Merece menção também o contexto de surgimento dos fundos em alguns países da Europa Continental, como França, Holanda e Bélgica. Nestes países, os investimentos coletivos eram, até 1957, realizados por meio de sociedades anônimas. Porém, as limitações trazidas por este instituto geraram o nascimento de sistema alternativo, que conseguisse captar o espírito do *trust* e trazê-lo para o ordenamento destes países, consistente em figura condominial, de copropriedade entre os investidores⁵².

A evolução dos mercados europeus levou ao desenvolvimento, no âmbito da União Europeia, de um verdadeiro mercado intercontinental de capitais, assegurando condições equânimes de concorrência e proteção uniforme de

⁴⁹ ESTEVES, Rui; CHAMBERS, David. The First Global Emerging Markets Investor: Foreign & Colonial Investment Trust 1880-1913 (July 2, 2013). Explorations in Economic History (Forthcoming). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2024921> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2024921>. Acesso em 26/08/2014.

⁵⁰ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 44 e 45.

⁵¹ “Dentro do contexto do New Deal e nele integradas, promulgaram-se duas leis federais norte-americanas visando disciplinar o mercado de capitais e criou-se uma Comissão de Valores Mobiliários (*Securities and Exchange Commission*) para regular as trocas de mercadorias e ações e eliminar os *pools*, as vendas fictícias de títulos e outros estratagemas destinados a influenciar os mercados, bem como para fiscalizar a emissão de novos títulos”. (BRINA, Osmar Correa-Lima. Conceito de Valor Mobiliário nos Direitos Brasileiro e Norte Americano, disponível em <http://daleth.cjf.jus.br/revista/seriecadernos/VOL16-6.htm>. Acesso em 25/02/2014)

⁵² “Nos três países, o sistema estruturado foi essencialmente o mesmo. Os investidores que queriam aderir a um fundo de investimento concediam, a uma instituição profissional designada *gerant* (administrador), poderes de agrupar os recursos e aplica-los em uma carteira diversificada de valores mobiliários por conta deles, mas em seu próprio nome. Essa carteira é propriedade indivisa dos participantes que confiam sua guarda a uma outra instituição denominada *depositaire* (custodiante). As cotas representando o direito de propriedade indivisa são entregues aos investidores. O custodiante executa as ordens de compra e venda dos títulos integrantes da carteira, formalizadas pelo administrador, que por sua vez, obedece a um *reglement de gestio* (regulamento de gestão). Em alguns casos, o custodiante se obriga a conferir se as ordens que lhe são requisitadas pelo administrador estão em conformidade com o regulamento de gestão aplicável (FREITAS, Ricardo de Santos. Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 77).

consumidores por meio da criação de diretivas para conceituar e regular os denominados Organismos de Investimentos Coletivos em Valores Mobiliários⁵³.

No Brasil, os fundos de investimento representam a reconstrução da evolução legislativa das sociedades de investimento, cuja criação foi possibilitada pelo Decreto-Lei 7.583/1945⁵⁴.

Anos mais tarde, a Portaria nº 309 do Ministério da Fazenda redefiniu a atuação de tais sociedades, autorizando a constituição de fundos em conta de participação⁵⁵ ou em condomínio pelas sociedades de investimento, crédito e financiamento⁵⁶. Porém, em 1968, o Banco Central determinou a liquidação dos fundos existentes sob esta forma e proibiu a colocação de novas cotas no mercado⁵⁷.

A estrutura rígida de sociedade anônima limitava os objetivos dos mecanismos coletivos de investimento em razão dos requisitos de capital fixo e da ineficiência tributária, ao passo que a contratação na modalidade 'em conta de

⁵³ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 53.

⁵⁴ DECRETO-LEI N. 7.583 – DE 25 DE MAIO DE 1945

Dispõe sobre sociedades de crédito, financiamento ou investimentos.

O Presidente da República, usando da atribuição que lhe confere o artigo 180 da Constituição, DECRETA:

Art. 1º Não gozam das prerrogativas e vantagens previstas na legislação referente à Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária, nem se subordinam às disposições dos arts. 5º e 6º do Decreto-lei nº 6.419, de 13 de abril de 1944, alterado pelo Decreto-lei nº 6.541, de 29 de maio de 1944, as sociedades de crédito, financiamento ou investimentos, desde que não recebam depósitos.

Parágrafo único. As sociedades de que trata este artigo podem constituir-se com capitais nacionais e estrangeiros.

Art. 2º A constituição e o funcionamento das sociedades de que trata o artigo precedente obedecerão a normas especiais que forem expedidas pelo Ministro da Fazenda, por proposta da Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária.

Art. 3º Este Decreto-lei entrará em vigor na data de sua publicação.

Art. 4º Revogam-se as disposições em contrário.

⁵⁵ “Na sua maioria, os fundos se organizavam como ‘sociedades em conta de participação’, segundo o tipo legal previsto nos arts. 325 e 328 do Código Comercial Brasileiro, à falta de qualquer outro instituto jurídico adequado à natureza do seu objetivo, salvo o condomínio. As contas de participação são verdadeiros contratos de adesão à sociedade assim constituída, na qual a financeira é nomeada sócia ostensiva e a administradora dos interesses do fundo”. (REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial. v.1, São Paulo: Saraiva, 1980, p. 288).

⁵⁶ Portaria 309: Art. 82. 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. Parágrafo único. Os rendimentos correspondentes a esses fundos serão tributados, conforme a sua natureza, em poder dos condôminos, de acordo com a legislação em vigor.

⁵⁷ “É muito importante atentar que o que se extinguiu naquele momento foi a figura do fundo enquanto aporte de recursos em uma sociedade de financiamento ou em conta de participação, ou como referiu Rubens Requião, dos “fundos de financiamento mantidos pelas sociedades de investimento e financeiras” (FREITAS, Ricardo de Santos. Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 82).

participação' trazia risco ao mercado e ao patrimônio das sociedades de investimento.

Essas dificuldades levaram à escolha da estrutura do fundo em condomínio, que possibilitava a separação patrimonial entre sociedade de investimentos (administradora) e investidores (condôminos do patrimônio detido em comum)⁵⁸.

Editada pelo Banco Central do Brasil por determinação do Conselho Monetário Nacional, a Resolução nº 145, de 14 de abril de 1970, é o marco normativo para os fundos de investimento na sua atual configuração jurídica⁵⁹. Após sua edição, houve crescimento no volume de captação por fundos, haja vista a utilização deste instituto por parte dos programas de incentivos fiscais governamentais.

Todavia, foi a partir da década de 1990 que o desenvolvimento do mercado de fundos realmente se consolidou, a julgar pelas condições econômicas favoráveis à poupança e investimento (com a edição do Plano Real) e a construção de ambiente regulatório mais seguro para os investidores por parte do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários⁶⁰.

De lá pra cá, somente um texto legislativo em sentido estrito foi editada para regular os fundos, a Lei nº 8.668/1993, que tratou especificamente do Fundo de Investimento Imobiliário. Entretanto, a CVM passou a regulamentar os diversos tipos de fundos existentes, por meio de Instruções Normativas que fortaleceram a figura do condomínio e consolidaram o ambiente seguro para os investidores e agentes do mercado.

⁵⁸ "A institucionalização dos fundos de investimento como ente autônomo representou um importante avanço, pois ao separar os patrimônios do administrador e dos investidores, atendiam-se tanto aos anseios do governo, notadamente do Banco Central, como dos investidores em geral, visto que proporcionava a estes mais segurança e segregação de riscos" (CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 63).

⁵⁹ "A mobilização das entidades de classe permitiu que, em 14 de abril de 1970, o Banco Central do Brasil, por deliberação do Conselho Monetário Nacional, editasse a Resolução nº 145, criando a figura do fundo mútuo de investimento. Nasce aqui, assim, o primeiro regime jurídico de uma estrutura de fundo semelhante à que encontramos hoje. A Resolução nº 145/70 atendia aos anseios dos investidores e dos administradores, que poderiam seguir com seus objetivos de investimento e, por outro lado, apaziguava também os receios do Banco Central mencionados anteriormente" (FREITAS, Ricardo de Santos. Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 269).

⁶⁰ Segundo relatório denominado "Perspectivas para a indústria de Fundos de Investimento no Brasil, da ANBIMA", há ainda muito espaço para expansão da indústria de fundos. Disponível http://www.anbima.com.br/anuariodefundos/2013/pt/A_Industria_de_fundos/Investimento_no_Brasil/default.aspx, acesso em 31/03/2014.

Estabelecidas as premissas históricas, direcionamo-nos à tentativa de definição do conceito de fundo de investimento, bem como à análise de seus objetivos e da função que encerram no Ordenamento Jurídico Pátrio.

Segundo o dicionário Aurélio, a palavra 'fundo' tem os seguintes significados econômico-financeiros: "concentração de recursos de várias procedências para, mediante financiamentos, se promover a consolidação ou o desenvolvimento de um setor deficitário da atividade pública ou da privada" e "concentração de recursos de várias procedências para qualquer fim"⁶¹. Segundo o dicionário *Houassis*, a expressão fundo de investimento significa "concentração de recursos administrados por uma empresa de financiamento que os aplica em uma carteira de títulos ou em valores mobiliários, distribuindo proporcionalmente entre os cotistas os resultados de tais aplicações"⁶².

Do ponto de vista jurídico, a palavra fundo significa "haveres, recursos financeiros, de que se podem dispor de momento ou postos para determinado fim, feita abstração a outras espécies de bens"⁶³.

Uma das ideias, presente nos significados dos dicionários descritos acima, parece crucial para o entendimento do instituto: concentração de recursos. Com efeito, o fundo se forma exatamente pelo esforço múltiplo, de vários investidores, que aportam recursos e os concentram num único veículo, alargando as possibilidades de investimento e participação em ativos de tal forma que não seria possível caso os investidores aplicassem individualmente:

Os fundos de investimento partem da premissa de que a junção de patrimônio de diversas pessoas permite a obtenção de melhores resultados, para todo, em relação aos que seriam obtidos isoladamente, ao mesmo tempo em que representam um novo canal de investimento, em especial para pequenos investidores, que podem assim ter acesso aos mais variados produtos financeiros, que de outra forma seriam inacessíveis⁶⁴.

A relação entre investidor e os fundos se dá, precipuamente, no ambiente do mercado de capitais, apesar de a ligação entre os fundos e os ativos para os quais os recursos dos investidores serão canalizados poderem ocorrer em outros mercados. Por exemplo, o fundo poderá investir em ativos no mercado de crédito,

⁶¹ FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. Novo Dicionário Aurélio.

⁶² HOUASSIS, A. e VILAR, M. S. Dicionário Houassis da Língua Portuguesa. Rio de Janeiro: Objetiva, 2001.

⁶³ SILVA, De Plácido e. Vocabulário Jurídico. 11 ed. Rio de Janeiro: Forense, 1989, p.333.

⁶⁴ GAGGINI, Fernando Schwars. Fundos de investimento no direito brasileiro. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2001, p. 18.

monetário ou cambial, de forma a diversificar sua carteira e maximizar o retorno para os investidores.

Todavia, do ponto de vista do investidor, a operação se dá no mercado de valores mobiliários, haja vista que as cotas emitidas pelos fundos de investimento são valores mobiliários por força do artigo 2º, V, da Lei nº 6.385/1976⁶⁵.

Aqui, cabe salientar que a redação do dispositivo considera valores mobiliários as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários. Em princípio, pois, fundos de investimento que invistam em outros ativos que não se enquadrem no conceito de valor mobiliário definido na lei não teriam suas cotas classificadas como valores mobiliários. Esta discussão, assim como a do conceito de valor mobiliário, é importante para o presente trabalho; porém, será desenvolvida à frente. Por enquanto, concentrar-se-á nos objetivos e agentes do mercado que atuam na estruturação, administração e desenvolvimento dos fundos de investimento.

Do ponto de vista de seu regramento legal, pode-se dizer que o primeiro texto legislativo que trouxe a expressão “fundos de investimento” em seus dispositivos foi a Lei nº 4.728/1965 (Lei do Mercado de Capitais). Ela traz capítulo denominado “Sociedades e fundos de investimento” e trata, em seus artigos 49 e 50⁶⁶, as

⁶⁵ “o investidor, ao adquirir uma cota de fundo de investimento, seja resgatável ou não, objetiva participar de um projeto coletivo no qual assume os riscos da aplicação nos ativos adquiridos pelo fundo. Assim, em verdade, essa aquisição de cotas, que são valores mobiliários, não se refere a uma relação de crédito tampouco a controle de liquidez monetária da economia em operações de curto prazo. Na prática, os cotistas dos fundos de investimento pretendem participar de um investimento coletivo, obtendo retornos financeiros decorrentes da valorização das cotas adquiridas ou recebendo distribuição esporádica dos resultados obtidos” (CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 30 e 31).

⁶⁶ “Art. 49. Depende de prévia autorização do Banco Central o funcionamento das sociedades de investimento que tenham por objeto:

I - a aplicação de capital em Carteira diversificada de títulos ou valores mobiliários ou; II - a administração de fundos em condomínio ou de terceiros, para aplicação nos termos do inciso anterior.

§ 1º Compete ao Conselho Monetário Nacional fixar as normas a serem observadas pelas sociedades referidas neste artigo, e relativas a:

a) diversificação mínima da carteira segundo empresas, grupos de empresas associadas, e espécie de atividade;

b) limites máximos de aplicação em títulos de crédito;

c) condições de reembolso ou aquisição de suas ações pelas sociedades de investimento, ou de resgate das cotas de participação do fundo em condomínio;

d) normas e práticas na administração da carteira de títulos e limites máximos de custos de administração.

§ 2º As sociedades de investimento terão sempre a forma anônima, e suas ações serão nominativas, ou endossáveis.

§ 3º Compete ao Banco Central, de acordo com as normas fixadas pelo Conselho Monetário Nacional, fiscalizar as sociedades de investimento e os fundos por elas administrados.

§ 4º A alteração do estatuto social e a investidura de administradores das sociedades de investimentos dependerão de prévia aprovação do Banco Central.

Art. 50. Os fundos em condomínios de títulos ou valores mobiliários poderão converter-se em

sociedades de investimento e os fundos administrados por estas sociedades, determinando que estes últimos adotassem a forma condominial para sua constituição. O regramento específico dos fundos, conforme redação do §3º do artigo 49, era dado pelas normas editadas pelo Banco Central do Brasil.

Posteriormente, com o advento da Lei nº 6.385/1976 e a criação da Comissão de Valores Mobiliários, parte da competência para regular os fundos de investimento foi outorgada a esta. Neste momento, havia dois tipos de fundo de investimento: os regulados por normas do Banco Central do Brasil e os regulados por normas da Comissão de Valores Mobiliários. Para saber a qual autoridade reguladora o fundo estava submetido, era preciso verificar a constituição de sua carteira⁶⁷. Com a alteração legislativa trazida pela Lei nº 10.303/2001, os fundos passaram a submeter-se à exclusiva competência da Comissão de Valores Mobiliários⁶⁸.

sociedades anônimas de capital autorizado, a que se refere a Seção VIII, ficando isentos de encargos fiscais os atos relativos à transformação.

§ 1º A administração da carteira de investimentos dos fundos, a que se refere este artigo, será sempre contratada com companhia de investimentos, com observância das normas gerais que serão traçadas pelo Conselho Monetário Nacional.

§ 2º Anualmente os administradores dos fundos em condomínios farão realizar assembleia geral dos condôminos, com a finalidade de tomar as contas aos administradores e deliberar sobre o balanço por eles apresentado.

§ 3º Será obrigatório aos fundos em condomínio a auditoria realizada por auditor independente, registrado no Banco Central.

§ 4º As cotas de Fundos Mútuos de Investimento constituídos em condomínio, observadas as condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, poderão ser emitidos sob a forma nominativa, endossável ou ao portador, podendo assumir a forma escritural”.

⁶⁷ “Certamente uma das problemáticas que os administradores dos fundos de investimento sempre enfrentam é a observância de distintas regras estabelecidas por distintos órgãos reguladores que estendem sua competência de conformidade com a espécie de fundo constituído. (...) O que determina as diferentes competências é a constituição da carteira dos fundos. Nesse passo, basicamente e por óbvio, se a carteira é constituída preponderantemente de valores mobiliários (pelo menos 51%) estaremos diante de competência da CVM. Se, por outro lado, a carteira é constituída preponderantemente de títulos de renda fixa (no mínimo 51%) estaremos diante de competência do BACEN” (PERRICONE, Sheila. Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. Revista de direito bancário, do mercado de capitais e arbitragem, São Paulo, n. 11, 2001, p. 81).

⁶⁸ Com a alteração introduzida no diploma das sociedades anônimas pela Lei nº 10.303/01 de 31 de outubro de 2001, o legislador classificou expressamente as cotas de fundos de investimento como valores mobiliários, tendo a CVM, finalmente, assumido competência para regulamentar plenamente a matéria (artigos 2º, V e 8º, I). Com o objetivo de implementar efetivamente as mudanças estruturais necessárias à unificação normativa, foi celebrado, em 5 de julho de 2002, um convênio entre CVM e o Banco Central, visando ao intercâmbio de informações e outras atividades correlatas. Como fruto do esforço conjunto desenvolvido a partir do convênio, a unificação finalmente materializa-se com a entrada em vigor da instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, pois todas as espécies de fundo reguladas e supervisionadas pelo Banco Central viram-se obrigadas a e adequar aos termos da referida Instrução até 31 de janeiro de 2005 (por força do artigo 1º da Instrução CVM nº 413, de 30 de dezembro de 2004), data a partir da qual tornaram-se inaplicáveis as normas emanadas pelo Banco Central do Brasil que disciplinavam seu regramento” (FREITAS, Ricardo de Santos. Natureza jurídica dos fundos de investimento. São Paulo, Quartier Latin, 2006, pp. 94/95).

Apesar das inúmeras alterações sofridas pela Lei nº 4.728/1965, a doutrina reconhece, em dois de seus artigos, o embasamento legal precípua para a atual configuração do instituto. Segundo Freitas:

A disciplina jurídica apoia-se em dois únicos artigos de lei, arts. 49 e 50 da lei nº 4.728/65, que sumariamente qualificam o fundo como uma figura condominial e destinada à aplicação de recursos em títulos e valores mobiliários. Partindo dessa base legal, mais de duas dezenas de fundos de investimento são criados e regidos, em sua maior parte, por regulamentos de execução, isto é, normas regulamentares com força de lei, que ao longo dos anos foram sendo emanadas, tanto pelo Banco Central do Brasil, como pela Comissão de Valores Mobiliários, estando atualmente circunscritos a este último órgão⁶⁹.

Não obstante não terem sido os referidos artigos expressamente revogados, vê-se de sua análise detida que há pouca relação entre a realidade que regulavam e os dias de hoje. Naquele contexto, os fundos estavam necessariamente ligados às sociedades de investimento, que os administravam. Essas “sociedades de investimento” tinham como objeto investir em outras sociedades e a doutrina da época diferenciava três tipos: (1) as sociedades de investimentos, que investiam em outras sociedades com o objetivo de reduzir o risco por diversificação; (2) as sociedades de financiamento, que investiam com o propósito de alavancar o crescimento das investidas; e (3) as sociedades de controle (*holdings*), que investiam com o objetivo de controlar⁷⁰.

Todavia, a classificação não faz mais sentido nos dias de hoje, haja vista que as chamadas “Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento”⁷¹, são instituições financeiras privadas, submetidas à regulamentação e à fiscalização do Banco Central do Brasil, tendo como objeto a captação de recursos para a aquisição de bens, serviços e capital de giro. Não atuam mais, pois, como administradoras de valores mobiliários ou de fundos de investimento, mas como verdadeiras instituições financeiras.

⁶⁹ FREITAS, Ricardo de Santos. Natureza jurídica dos fundos de investimento. São Paulo, Quartier Latin, 2006, p. 269.

⁷⁰ PONTES, Aloísio Lopes. Instituições Financeiras Privadas, 1982, p.26.

⁷¹ “As sociedades de crédito, financiamento e investimento, também conhecidas por financeiras, foram instituídas pela Portaria do Ministério da Fazenda 309, de 30 de novembro de 1959. São instituições financeiras privadas que têm como objetivo básico a realização de financiamento para a aquisição de bens, serviços e capital de giro. Devem ser constituídas sob a forma de sociedade anônima e na sua denominação social deve constar a expressão “Crédito, Financiamento e Investimento”. Tais entidades captam recursos por meio de aceite e colocação de Letras de Câmbio (Resolução CMN 45, de 1966) e Recibos de Depósitos Bancários (Resolução CMN 3454, de 2007).” (<http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/scfi.asp>)

Com o advento da Lei nº 6.385/1976 e suas alterações, os fundos deixaram de ser administrados pelas sociedades de investimento, que evoluíram para desempenhar outro papel no âmbito do mercado financeiro. As sociedades que desejaram continuar atuando no mercado de valores mobiliários se adaptaram, transmutando-se em corretoras ou administradoras de valores mobiliários⁷².

Assim, a Lei nº 4.728/1965 é relevante no que tange à definição fundo como condomínio⁷³, cujos recursos destinavam-se a investir em valores mobiliários. A estrutura de gestão, administração e estruturação destes condomínios não é mais a prevista neste diploma legal.

À vista do regramento legal, além da previsão da Lei nº 4.728/1965, somente a Lei nº 8.668/1993 cuidou de regular os fundos de investimento, mas especificamente o imobiliário.

O que se tem em termos de regulação detalhada, então, são as instruções normativas editadas pela Comissão de Valores Mobiliários. Pode-se dizer que os fundos de investimento são regulados, quase que em sua totalidade⁷⁴, por normas administrativas emanadas de agência reguladora.

Os fundos de investimento são classificados como uma comunhão de recursos constituída sob a forma de condomínio. Nesse sentido dispõe o art. 2º da Instrução Normativa nº. 409, de 18 de agosto de 2007:

⁷² Conforme determina o artigo 15 da Lei nº. 6.385/1976, dispositivo que corresponde ao artigo 5º da Lei nº. 4.728/1965, as sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários são instituições auxiliares que compõem o sistema de distribuição de valores mobiliários e objetivam (a) a distribuição de valores mobiliários emitidos, na condição de agentes da companhia emissora, ou mesmo por conta própria; (b) a compra e venda de valores mobiliários em circulação para revendê-los por conta própria; ou (c) a mediação na negociação de valores mobiliários em bolsas de valores ou no mercado de balcão.

⁷³ “Os Fundos não tem personalidade jurídica e o patrimônio com que são constituídos permanece de seus participantes em condomínio. Estes se tornam titulares de cotas de condomínio, que são as partes ideais sobre os bens constituídos do patrimônio, e que vão refletir a participação de cada inversor aos lucros porventura auferidos. O valor da cota é calculado segundo a cotação diária dos títulos componentes da carteira, depois de deduzidas as despesas administrativas e outros débitos. Os fundos podem destinar as suas inversões a financiamento ou a investimento, operando no primeiro caso através de desconto de duplicatas, caução etc. e no segundo, obedecendo as regras da Resolução 18 do Banco Central antes referida” (WALD, Arnaldo (coord.) O Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: APEC Editora, 1970, p. 144).

⁷⁴ Exceção deve novamente ser feita aos fundos imobiliários, que tem lei em sentido estrito prevendo expressamente regras como a propriedade fiduciária dos bens do fundo pelo administrador (“Art. 6º. O patrimônio do Fundo será constituído pelos bens e direitos adquiridos pela instituição administradora, em caráter fiduciário”) e a ausência de propriedade do cotista sobre os bens componentes do patrimônio do fundo, dentre outras: “o fundo é 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 justifiquem a adoção de um regime jurídico próprio” (WALD, Arnaldo. Da natureza jurídica do fundo imobiliário. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro, São Paulo, n. 80, nova série, 1990, p.80).

Art. 2º. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros, observadas as disposições desta Instrução.

Por consistirem em comunhão de recursos na forma de condomínio, aos fundos de investimento é atribuído regime normativo característico⁷⁵, de ente despersonalizado, ou seja, que não possui personalidade jurídica própria⁷⁶.

Não obstante a definição normativa expressa, ainda se discute a questão da natureza jurídica dos fundos de investimento⁷⁷. Isto porque os fundos trazem algumas especificidades que parecem divergir, pela lógica, da natureza condominial despersonalizada⁷⁸. Uma delas é a capacidade destes de serem titulares, em nome próprio, de direitos e obrigações. Com efeito, apesar da representação por meio do administrador, o patrimônio do fundo não se confunde com o patrimônio do administrador e pertence àquele, não a este. Nos dizeres de Wald:

reconhece-se aos fundos uma quase-personalidade ou um regime *sui generis* que lhes atribui a propriedade fiduciária dos bens dos condôminos, caracterizando-se a sua autonomia pela existência de seu patrimônio, de

⁷⁶“Vale ressaltar que a natureza jurídica dos fundos de investimento não é a de sociedade, mas sim a de condomínio. O legislador brasileiro optou por não lhe dar personalidade jurídica, atribuindo-lhe natureza condominial” (NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha, *Securitização de Recebíveis Mercantis*. São Paulo, Quartier Latin, 2012, p. 246).

⁷⁷ “Existem diversas correntes a respeito da natureza jurídica dos fundos de investimento, a saber: a) Teoria Condominial; b) Teoria da Comunidade de Bens não Condominial; c) Teoria da Propriedade em Mão Comum; d) Teoria da Propriedade Fiduciária; e) Teoria da Organização Associativa. Conferir, a propósito, RICARDO DE SANTOS FREITAS. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*, São Paulo, Quartier Latin, 2005 e MARIA JOÃO ROMÃO CARREIRO VAZ TOMÉ, “Notas sobre aspectos financeiros e civis dos fundos, pp.40-41”. O sistema legal brasileiro, conforme se depreende da leitura do artigo 2º da Instrução CVM nº 409/2004, adotou a teoria condominial” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; Parente, Flávia; Henriques Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 78).

⁷⁸ “Os Fundos de Investimento, como regulados atualmente, contraem direitos e obrigações em nome próprio, são titulares do seu patrimônio e possuem responsabilidade pelos atos praticados. Todavia, a escassa legislação sobre o tema, bem como as numerosas instruções editadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) o enquadram, expressamente, como um condomínio de recursos, figura jurídica que, segundo também se verá, não goza de todas as prerrogativas citadas. Com efeito, a capacidade legalmente concedida aos Fundos de Investimento, cumulada com a sua classificação como condomínio de recursos, têm deixado desconfortáveis os doutrinadores de Direito Empresarial no Brasil. Na impossibilidade de adequação deste ente às disposições sobre condomínio, tais estudiosos guerreiam a favor da declaração de natureza societária dos Fundos de Investimento, ainda que despersonalizada. Em termos de mercado, contudo, o embate teórico acaba por levantar uma questão: a necessidade do reconhecimento da separação dos patrimônios do fundo de investimentos e dos investidores que nele aportam seus recursos, pois reflete a proteção dos investidores e, conseqüentemente, dos já parcos recursos ainda disponíveis para investimento” (CRUZ, Clara Gazzinelli de Almeida. *Fundos de investimento: um novo tipo de Pessoa Jurídica – Nova Lima: Faculdade de Direito Milton Campos / FDMC, 2009*).

sua contabilidade, de capacidade processual própria e de uma gestão baseada em princípios fiduciários⁷⁹.

O patrimônio do fundo também não se confunde com o patrimônio dos cotistas, pois estes são titulares das cotas, frações ideais representativas do patrimônio do fundo que não dão direito aos ativos do fundo, mas tão somente ao valor financeiro correspondente à sua fração ideal. As cotas são, assim, valores mobiliários que representam financeiramente a parte que o cotista detém no patrimônio do fundo:

Preferimos, no entanto, expressar que as cotas do fundo de investimento são valores mobiliários representativos da significação econômica de fração ideal do patrimônio comum. Isso porque o 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 ideal⁸⁰.

Daí decorre outro exemplo da impropriedade da classificação condominial, haja vista que a definição acima não é compatível com o disposto no artigo 1.314 do Código Civil, segundo o qual: “cada condômino pode usar da coisa conforme sua destinação, sobre ela exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão, reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse e alhear a respectiva parte ideal, ou gravá-la”. Nos dizeres de Freitas:

Ademais, ao aportar recursos em um fundo de investimento, o investidor tornar-se-ia, para os que apóiam esta tese, co-proprietário dos bens que o integram. **Contudo, mesmo nos ordenamentos que qualificam o fundo como condomínio, o que se depreende do conjunto de regras que o disciplinam é que ao investidor não são atribuídos os direitos garantidos a um condômino na acepção legal. Tanto se lhe tolhe que a expressão condômino perde o sentido.** Em verdade, os ordenamentos legais, de forma geral, explicitam claramente que ao ‘condômino’ é atribuído tão somente o direito a uma ‘cota’, que representa uma fração ideal do fundo. Se assim é, o próprio legislador retira do investidor a condição de condômino, restando-lhe apenas o nomen iuris⁸¹. (sem grifos no original)

Alguns entendem que a melhor definição seria a de sociedade⁸². Analisando a pretensa equiparação dos fundos às sociedades, a CVM se pronunciou pela

⁷⁹ (WALD, Arnaldo. Da natureza jurídica do fundo imobiliário. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro, São Paulo, n. 80, nova série, 1990, p. 22).

⁸⁰ (FREITAS, Ricardo de Santos. Natureza jurídica dos fundos de investimento. São Paulo, Quartier Latin, 2006, p. 97).

⁸¹ (FREITAS, Ricardo de Santos. Natureza jurídica dos fundos de investimento. São Paulo, Quartier Latin, 2006, p.162/163)

⁸² “Pergunta-se, ao invés de definir o fundo como “condomínio fechado” não teria sido mais próprio

impropriedade de tal equiparação. O voto do Diretor Marcelo Trindade traz aspectos relevantes no que se refere a esta questão:

“A natureza de um fundo de investimento

É indisputado nos autos que o regulamento do Fundo dispõe peremptoriamente, em seu art. 2º, parágrafo 7º, que "O ADMINISTRADOR, a seu exclusivo critério, poderá determinar a participação do FUNDO como parte signatária de Acordo de Acionistas, em conformidade com o Artigo 118 da Lei nº 6.404/76" (destaques do original).

Alegam as recorrentes que tal norma deve ser interpretada em consonância com o princípio da maioria, que rege as sociedades por ações como regeria os fundos de investimento. No ver das recorrentes, aplicado tal princípio, caberia aos cotistas deliberar a celebração do acordo de acionistas, e ao administrador executar tal deliberação — sendo isto possível, porque naturalmente dependeria ele da concordância dos acionistas que figurassem como contraparte no acordo.

Diz então expressamente o recurso: "o administrador é órgão e deve se curvar ao desejo da Assembléia de cotistas (órgão esse que lhe é hierarquicamente superior, nos termos do art. 57, XIV da Instrução CVM 302/99)" (cf. fls. 04).

Do mesmo modo, o parecer do 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."

Parece-me, em primeiro lugar, que tal equiparação pura e simples é equivocada. Os princípios que regem as sociedades e os fundos de investimentos são diversos, porque diversas são suas naturezas jurídicas. Enquanto as primeiras adquirem personalidade jurídica, com sua constituição válida, os fundos constituem-se no Brasil, em todas as suas modalidades, sob a forma de comunhão condominial de recursos, sem personalidade jurídica própria (art. 50 da Lei 4.728/65).

É o próprio Prof. Comparato quem reconhece, aliás, a excepcionalidade dessa equiparação, concluindo, em sua obra clássica, 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." (O Poder de Controle da Sociedade Anônima, Forense, Rio de Janeiro, 1983, 3ª ed., p. 122 – grifou-se). De toda maneira, essa equiparação de que fala o Prof. Comparato diz respeito à finalidade do veículo (fundo, sociedade, trust), mas naturalmente não é capaz de transformar sua natureza jurídica, e portanto sua disciplina legal: às sociedades por ações aplicam-se as regras dessa espécie de sociedade, tanto quanto às sociedades por cotas aplicam-se as regras próprias, mesmo que ambas exerçam a finalidade de uma holding de participações. A Lei 6.404/76, em seu art. 109, estabelece os direitos essenciais dos acionistas, dos quais nem o estatuto nem a assembléia podem privá-los. Entretanto, nem a Lei 4.728/65, nem a Lei 6.385/76, nem a Resolução 1.787/91, do Conselho Monetário Nacional, nem a Instrução CVM 215/94 (que vigorava quando da constituição do Fundo) e tampouco a

defini-lo como uma sociedade aberta, não personificada, com organização igual a das companhias. (...) Embora o fundo constitua patrimônio separado, a ele já se impõem algumas das regras próprias das sociedades anônimas". (SZTAJN, Raquel. Cotas de fundos imobiliários – novo valor mobiliário. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro, São Paulo, n. 93, nova série, 1994.p. 93). "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." (COMPARATO, O Poder de Controle da Sociedade Anônima, Forense, Rio de Janeiro, 1983, p. 122).

Instrução CVM 302/99, atualmente em vigor, vedam que se estabeleça, no regulamento de um fundo de investimento, certos poderes discricionários ao administrador. 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 (CMN nº 2829/01, e conhecidos como fundos de private equity), tal discricionariedade, em maior ou menor escala, está também presente, e é determinada pelo Regulamento do fundo⁸³.

Muito embora os argumentos expostos acima tragam contribuições relevantes, entendemos que, sozinhos, não tem o condão de afastar a natureza societária dos fundos. O que não é possível é estabelecer equiparação dos fundos às sociedades personificadas porque, por expressa disposição legal, eles não tem personalidade jurídica.

Isso não impede, repita-se, cogitar-se do enquadramento da aplicação de recursos em fundo de investimento no disposto no artigo 981 do Código Civil, segundo o qual “celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados”.

Assim, por estarem os cotistas contribuindo com bens para o exercício de atividade econômica (mesmo que não diretamente⁸⁴), tratar-se-ia de sociedade não personificada, mais precisamente de sociedade em comum, regida conforme artigos 986 e seguintes do Código Civil. Cabe destaque ao entendimento exposto por Sergio Mourão Corrêa Lima e Vinicius Rodrigues Pimenta, por explicar com clareza os argumentos que sustentam sua posição:

Tendo em vista que os fundos englobam recursos comuns, destinados à aplicação em certos e específicos títulos ou valores mobiliários; que os investidores adquirem e se tornam titulares das cotas dos fundos; que o patrimônio do fundo pertence aos investidores, na medida em que não tem personalidade jurídica; que a gestão dos recursos é feita conforme interesse dos investidores, pode-se concluir que os fundos de investimento são sociedades de fato, formadas por investidores (sócios), que exercem a propriedade em comum (condomínio) sobre o dinheiro⁸⁵.

⁸³ Processo CVM Nº 2001/1857, REGISTRO COLEGIADO Nº 3163/2001, RECURSO DE DECISÃO DA SIN, voto do Diretor Marcelo Trindade.

⁸⁴ Aqui não há qualquer incongruência de propósito, haja vista que as sociedades de participação, denominadas *holdings*, cujo objeto é o investimento em outras sociedades, não perdem a natureza societária por estarem investindo na atividade econômica de forma “indireta”, ou seja, por meio de outro veículo.

⁸⁵ CORRÊA-LIMA, Sergio Mourão. PIMENTA, Vinicius Rodrigues. *Fundos de Investimento*. In WALD,

O principal óbice ao enquadramento como sociedade em comum, que seria o fato de, por disposição da norma, o cotista não ser proprietário do patrimônio do fundo (não podendo exigir seu quinhão e, no caso dos fundos fechados, nem mesmo o equivalente em dinheiro antes do prazo de duração do fundo) é rebatido por seus defensores com base na existência do patrimônio especial reconhecido pelo artigo 988 do Código Civil⁸⁶, nos termos abaixo:

Os bens e as dívidas formam um patrimônio especial. Por mais que sejam reconhecidos alguns direitos e capacidades ao fundo, por este não ser dotado de personalidade jurídica, em última análise, os titulares do patrimônio do fundo são os próprios cotistas. Outrossim, o exercício dos direitos inerentes à disposição, ao uso e à fruição dos bens aportados é previsto no regulamento.⁸⁷

Apesar da sólida argumentação em favor da sociedade em comum, a classificação mais semeada é a de condomínio especial, conforme opiniões da doutrina especializada:

Há numerosos outros exemplos, mas os já citados evidenciam a existência de fundamento legal e entendimento administrativo consolidado, inclusive no Conselho Monetário Nacional, no Banco Central e na Comissão de Valores Mobiliários, **no sentido de reconhecer a natureza jurídica do Fundo como um condomínio de natureza especialíssima que tem patrimônio próprio, escrita específica, auditoria nas suas contas, representação em Juízo e administração por uma espécie de trustee. A propriedade dos bens pertence ao Fundo e às cotas é que são da propriedade dos condôminos**⁸⁸. (sem grifos no original)

Isto posto, e sem prejuízo do acima demonstrado, concluímos ser o fundo de investimento, perante o direito brasileiro, uma forma de “condomínio” de natureza especial, com regras próprias e específicas, distintas das descritas no Código Civil.⁸⁹

É importante verificar que tanto a corrente que advoga pelo enquadramento no regime da sociedade em comum quanto a que defende o condomínio especial

Arnoldo. GOLÇALVES, Fernando. SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coordenação); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mario TAVERNARD Martins de (org.). Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais – Homenagem ao Prof. Osmar Brina Correa-Lima. pp. 659 660. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

⁸⁶ Art. 988. Os bens e dívidas sociais constituem patrimônio especial, do qual os sócios são titulares em comum.

⁸⁷ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 199.

⁸⁸ WALD, Arnoldo. Da natureza jurídica do fundo imobiliário. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro, São Paulo, n. 80, nova série, 1990, p. 18.

⁸⁹ GAGGINI, Fernando Schwars. Fundos de investimento no direito brasileiro. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2001 p. 53.

rechaçam a aplicação aos fundos de investimento das regras do Código Civil relacionadas aos condomínios.

Na corrente que defende o condomínio especial, aplicar-se-iam as “regras especiais” previstas no regulamento do fundo. Já segundo a corrente que advoga pelo regime de sociedade, aplicar-se-iam as normas referentes à sociedade em comum, consubstanciadas no artigo 988 do referido código. Estas regras trazem conforto ao intérprete na medida em que preveem expressamente que os sócios são titulares em comum do patrimônio especial⁹⁰, ou seja, em copropriedade e, em última análise, em condomínio. Do ponto de vista da ligação dos cotistas com o patrimônio do fundo, portanto, o enquadramento como sociedade em comum adequa-se ao previsto na Lei nº 4.728/1965 e nas normas da CVM, na medida em que reconhece a existência de condomínio.

Todavia, há consequências na aplicação do enquadramento como sociedade em comum que podem trazer desafios maiores. Uma delas é a regra do artigo 990 do CCB, segundo a qual “todos os sócios respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais, excluído do benefício de ordem, previsto no art. 1.024, aquele que contratou pela sociedade”. Se a regra é que os sócios da sociedade em comum são responsáveis solidária e ilimitadamente pelas obrigações da sociedade em comum⁹¹, não seria também regra que os cotistas fossem responsáveis solidária e ilimitadamente pelas obrigações do fundo? Parece haver, aqui, ponto de incompatibilidade do regime dos fundos com o da sociedade em comum. É que não são todos os fundos que estipulam a ausência de limitação de responsabilidade para seus cotistas, mediante previsão normativa expressa de responsabilidade por patrimônio líquido negativo. Noutras palavras, na normatização dos fundos, a

⁹⁰ “Por que se diz patrimônio especial? Porque é destinado a uma finalidade: a atividade comercial da sociedade em comum, que pode ser de natureza simples ou empresária, consoante se demonstrou. Na medida em que esta sociedade em comum não tem personalidade jurídica, todavia, esse patrimônio separado permanece na titularidade dos sócios, em comunhão. Parece-nos inteiramente aplicável ao direito brasileiro, assim, a noção de comunhão de empresa, magistralmente desenvolvida por Ferri no que tange às sociedades de pessoas do direito italiano que, relembre-se, também não tem personalidade jurídica. Nas sociedades em comum, as contribuições dos sócios destinam-se a formar um núcleo patrimonial separado para o exercício da atividade que constitui seu objeto”. (FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *A Sociedade em Comum*. São Paulo: Malheiros, 2013, pp. 156 e 157).

⁹¹ “De qualquer forma, além desse patrimônio chamado de especial, que responde pelos atos de gestão praticados por qualquer dos sócios, respondem todos estes solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais, excluído do benefício de ordem aquele que contratou pela sociedade (art. 990 c/c art. 1024)” (FERES, Marcelo Andrade. *Sociedade em Comum. Disciplina Jurídica e Institutos Afins*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 97).

responsabilidade ilimitada é não é automática e depende de análise pormenorizada caso a caso⁹², ao contrário do que ocorre na sociedade em comum, na qual é regra.

Não obstante a relevância do debate, não é possível debruçar-se sobre a questão sem perder o foco do presente trabalho, até porque a natureza jurídica dos fundos não é ponto crucial para seu desenvolvimento. O que se pode concluir é que o estudo da natureza jurídica ainda demanda análise aprofundada, pois parece que nenhuma das correntes foi capaz de explicitar, com o detalhamento que o tema demanda, o enquadramento e suas consequências no dia-a-dia dos agentes do mercado.

2.2 Organização e Funcionamento

Existem várias espécies de fundos de investimento, cada uma especificamente regulamentada de acordo com o tipo de ativo em que foi constituído para investir. Noutras palavras, para fins de verificação de qual das instruções da CVM será aplicável a cada tipo de fundo, é preciso verificar a natureza dos ativos mantidos em sua carteira. Todas elas, porém, possuem um núcleo comum⁹³, que estão previstas Instrução CVM nº 409/2004.

Com efeito, a Instrução que regula a maioria das espécies é a Instrução CVM nº 409/2004. Por força do art. 119-A, que dispõe que “esta Instrução aplica-se a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, no que não contrariar as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos”, a Instrução CVM nº

⁹² “Circunscrevendo novamente nosso raciocínio à questão da responsabilidade por dívidas dos fundos de investimento, podemos identificar uma propensão do legislador brasileiro para estabelecer limitações em relação à responsabilização do administrador e do cotista. Mas essa vontade tem que ser inferida a partir da leitura atenta de todas as regras que compõem o regime legal aplicável; tem que ser extraída de um texto que, em algumas espécies de fundos, não aborda expressamente a questão, ou manifesta-se de forma confusa” (FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo, Quartier Latin, 2006, p. 154).

⁹³ “As diversas espécies de fundo de investimento existentes no mercado apresentam ligeiras variações quanto ao modo de organização e funcionamento. Somente a partir da análise de cada espécie é que podemos colher elementos que conformam o gênero da figura jurídica. Por certo, cada espécie tem uma finalidade específica de alocação de investimentos, mas também encontramos traços distintivos marcantes entre elas. Pode-se identificar um núcleo de elementos que são comuns a todas as espécies, sendo, portanto, características do gênero fundo de investimento. Dentre estes elementos temos alguns sujeitos nucleares que interagem dentro do conjunto de relações por ele formadas”. (FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo, Quartier Latin, 2006, p. 95)

409/2004 aplica-se, no que couber, inclusive aos fundos expressamente excluídos de sua disciplina, nos termos do parágrafo único do art. 1º⁹⁴.

Pode-se dizer que a estrutura de todos os tipos de fundos de investimento tem dois protagonistas: o administrador e o cotista. A relação jurídica entre eles e o fundo ainda é fonte de fortes discussões na doutrina, resultante da própria dúvida em relação à natureza jurídica do fundo⁹⁵, a cuja discussão nos dedicaremos mais à frente. Além disso, não se devem olvidar as funções do custodiante e do distribuidor, verdadeiros prestadores de serviço contratados pelo administrador, essenciais para o funcionamento do fundo.

Ademais, os fundos podem ser abertos ou fechados, conforme disposto no artigo 5º da Instrução CVM nº 409/2004:

Art. 5º - O fundo pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas a qualquer tempo, ou fechado, em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo.

Parágrafo único. Admite-se a amortização de cotas tanto no fundo fechado como no fundo aberto, mediante o pagamento uniforme a todos os cotistas de parcela do valor de suas cotas sem redução do número de cotas

⁹⁴ São eles: Fundos de Investimento em Participações; Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações; Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social; Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional; Fundos Mútuos de Privatização – FGTS; Fundos Mútuos de Privatização – FGTS – Carteira Livre; Fundos de Investimento em Empresas Emergentes; Fundos de Índice, com Cotas Negociáveis em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado; Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - Capital Estrangeiro; Fundos de Conversão; Fundos de Investimento Imobiliário; Fundo de Privatização - Capital Estrangeiro; Fundos Mútuos de Ações Incentivadas; e Fundos de Investimento Cultural e Artístico.

⁹⁵ “A doutrina estrangeira mais recente tem elaborado diversas teorias para identificar a natureza jurídica dos fundos de investimento, onde o problema central reside na especificação de qual deva ser a precisa relação jurídica entre o fundo e seus cotistas. Estas teorias podem ser assim identificadas: (i) teoria condominial: equipara a figura do fundo de investimento à de uma propriedade sujeita a uma pluralidade de titulares, seguindo o modelo clássico do direito comum a que nos referimos. (ii) teoria da comunidade de bens não condominial: identifica a figura do fundo de investimento como uma universitas juris singular, distinta da co-propriedade clássica referida na teoria anterior, tal qual o é a herança no direito positivo da maioria dos países (com efeito, o Código Civil Brasileiro dá essa conceituação legal à herança em seu artigo 57); (iii) teoria do domínio fiduciário: sustenta pertencer a propriedade fiduciária do fundo a quem exercer o papel de seu administrador, pois este está investido nos poderes que corresponderiam ao titular do direito de domínio. A relação entre o administrador e os cotistas seria representada pela figura do mandato, não existindo, para estes últimos, qualquer direito real sobre o fundo; (iv) teoria do patrimônio sem titular: verificamos aqui construções mais isoladas. Através da constatação de supostas imprecisões nas teorias anteriores, alguns doutrinadores procuram identificar o fundo de investimento como uma universalidade que, embora destituída de personalidade jurídica, é dotada de uma tal subjetividade que a torna centro de imputação de direitos e deveres, como uma fundação ou associação não reconhecida, segundo o entendimento dos formuladores desta teoria” (FREITAS, Ricardo de Santos. Responsabilidade Civil dos Administradores de Fundos de Investimento. Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais – coordenador Roberto Mosquera Mosquera. São Paulo: Dialética, 1999, p. 240/241).

emitidas, efetuado em conformidade com o que a esse respeito dispuser o regulamento ou a assembléia geral de cotistas.

Como se vê, nos fundos abertos, é permitida a saída do cotista a qualquer tempo, mediante resgate, ou seja, solicitação de pagamento do valor representativo das cotas, total ou parcial.

Já nos fundos fechados, a saída de cotistas por resgate não é permitida antes de esgotado o prazo de sua duração. Por isso, deve ter prazo determinado de constituição, já que, somente após decorrido este tempo, o cotista passa a ter direito de exigir o montante representativo de suas cotas. A única forma de retirar-se durante o prazo de duração do fundo fechado é a venda das cotas a terceiros. Isso ocorre quando o cotista quer receber o valor representativo de seu investimento antes do encerramento do fundo. A diferença entre fundo aberto e fechado, portanto, para o investidor, está atrelada à liquidez do investimento, pois no primeiro caso ele pode exigir o valor em dinheiro e no segundo precisa conseguir alienar a cota para receber tal valor⁹⁶.

Os fundos fechados também podem ser registrados para negociação de cotas em mercados administrados pela BM&FBOVESPA⁹⁷, ou seja, um investidor pode comprar ou vender cotas de fundo fechado por meio do envio de ordens por uma corretora para o sistema de negociação da BM&FBOVESPA, no qual a cota esteja registrada.

2.3 O Administrador e o Gestor

Segundo o artigo 56 da Instrução CVM nº 409/2004, “a administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo”.

⁹⁶ “Depreende-se, neste sentido, que as cotas dos fundos abertos terão, regra geral, liquidez imediata. Já os investidores de fundos fechados, para alienarem suas respectivas cotas, dependerão de terceiros interessados, ou seja, da liquidez do mercado secundário” (CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 84).

⁹⁷ “A BM&FBOVESPA é uma companhia que administra mercados organizados de títulos, valores mobiliários e contratos derivativos, além de prestar serviços de registro, compensação e liquidação, atuando, principalmente, como contraparte central garantidora da liquidação financeira das operações realizadas em seus ambientes”. (Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/intros/introsobre-a-bolsa.aspx?idioma=pt-br>. Acesso em 26/08/2014)

O administrador é a pessoa física ou jurídica, autorizada pela CVM, para o exercício da profissão de administração de carteira de títulos e valores mobiliários, a quem cabe a prática de todos os atos necessários ao funcionamento do fundo, bem como o exercício dos direitos do fundo, inclusive a sua constituição (e instituição de seu regulamento, que é o conjunto de regras específicas que rege o fundo)⁹⁸.

Assim, além da autorização da Comissão para a realização de atividades de administração de carteira, em regra não há outros requisitos formais para uma pessoa ser administradora de fundos de investimento, podendo ser física⁹⁹ ou jurídica. O procedimento de solicitação e os requisitos para a obtenção da autorização para realização das atividades de administração de carteiras de valores mobiliários são regulados pela Instrução CVM nº 306/1999¹⁰⁰.

Todavia, isso pode variar dependendo da espécie de fundo. Em muitos casos, há obrigatoriedade de o administrador ser pessoa jurídica: os fundos de investimento imobiliário vão além e tem como regra que sua administração compete, exclusivamente, a bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores mobiliários, sociedades de crédito imobiliário, caixas econômicas e companhias hipotecárias, conforme dispõe o art. 28 da Instrução CVM nº 472/2008¹⁰¹. Quando se trata de membro do sistema de

⁹⁸ “O administrador tem poderes para praticar todos os atos necessários ao funcionamento do fundo, sendo responsável por sua constituição e pela prestação de informações à CVM (artigo 58 da Instrução CVM nº 409/2004)” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; Parente, Flávia; Henriques Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 80).

⁹⁹ “Art. 4º - A autorização para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários somente é concedida à pessoa natural domiciliada no País que tiver: I – graduação em curso superior, em instituição reconhecida oficialmente, no País ou no exterior; II – experiência profissional de, pelo menos, três anos na área financeira e/ou no mercado de valores mobiliários na área de administração de recursos de terceiros ou experiência profissional de, no mínimo, cinco anos, diretamente relacionada com as atividades exercidas no mercado de valores mobiliários; e III – reputação ilibada.

Parágrafo único. A CVM pode, excepcionalmente, dispensar o atendimento ao requisito previsto no inciso I deste artigo, desde que comprovada a experiência profissional especificada no inciso II de, no mínimo, sete anos.”

¹⁰⁰ “O procedimento de obtenção de autorização para o exercício profissional da atividade de administração de carteira de títulos e valores mobiliários é regulado pela Instrução CVM nº 306/99. O credenciamento junto à CVM pode ser obtido por pessoa física ou jurídica, desde que preenchidos requisitos mínimos estabelecidos na própria Instrução, artigos 4º, 5º e 7º, e legitima o autorizado a administrar tanto carteiras individuais de terceiros quanto fundos de investimento. Caso o autorizado seja pessoa física, poderá administrar carteiras individuais de terceiros e algumas espécies de fundos de investimento (como fundos de investimento em empresas emergentes, por exemplo). A maioria das espécies, todavia, não permite que a pessoa física exerça essa atividade” (FREITAS, Ricardo de Santos. Natureza jurídica dos fundos de investimento. São Paulo, Quartier Latin, 2006, pp. 96).

¹⁰¹ Art. 28. A administração do fundo compete, exclusivamente, a bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, bancos de investimento,

distribuição de valores mobiliários, porém, não é necessária a autorização para a gestão de carteiras.

Em todos os casos de administração por pessoa jurídica, deve haver pessoa física, diretor ou “sócio gerente” da pessoa jurídica administradora, devidamente autorizada a realizar a administração pela CVM e a quem será atribuída responsabilidade pela administração da carteira¹⁰².

Nos termos do art. 56 da Instrução CVM nº 409/2004, o administrador pode contratar os serviços listados no §1º, a saber: a gestão da carteira do fundo; a consultoria de investimentos; as atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários; a distribuição de cotas; a escrituração da emissão e resgate de cotas; custódia de títulos e valores mobiliários e demais ativos financeiros; e classificação de risco por agência especializada constituída no País. A contratação de auditoria independente é obrigatória.

Os requisitos para gestão da carteira são os mesmos impostos à administração. Mas isso não significa que a gestão e a administração se confundam. A gestão é atividade de administração do patrimônio do fundo, ou seja, de compra, venda e acompanhamento dos ativos que farão parte do portfólio da carteira¹⁰³. Já o administrador exerce a administração no sentido amplo da palavra, praticando os atos de representação e fazendo valer as regras estabelecidas no regulamento do fundo. Porém, como os requisitos para a realização das atividades são os mesmos, o próprio administrador pode exercer a gestão dos ativos do fundo.

Já os demais serviços, como distribuição e custódia, só poderão ser cumulados pelo administrador caso este, além de autorizado pela CVM para

sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores mobiliários, sociedades de crédito imobiliário, caixas econômicas e companhias hipotecárias.

¹⁰² Alguns tipos de fundo também trazem esta previsão expressa, conforme se denota do §2º do artigo 28 da norma citada acima: “a administração do fundo deve ficar sob a supervisão e responsabilidade direta de um diretor estatutário do administrador, especialmente indicado para esse fim”.

¹⁰³ “Assim, ao administrador é facultado terceirizar, dentre outros serviços, a gestão da carteira do fundo, que pode ser exercida por pessoa natural ou jurídica, credenciada junto à CVM como administradora de carteira de valores mobiliários, de acordo com o disposto nos artigos 4º a 8º da Instrução CVM 306/1999. Cumpre ao gestor de carteira negociar, em nome do fundo, os ativos integrantes da carteira (art. 56, §2º da Instrução CVM nº 409/2004, decidindo quais os ativos deverão ser comprados ou vendidos. Caso o administrador não cumule as funções de distribuição e custódia, deverá contratar, ainda, a prestação destes serviços. A distribuição é exercida por membro do sistema de distribuição de valores mobiliários, que compreende os agentes mencionados no artigo 15 da Lei nº 6.385/1976”. (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; Parente, Flávia; Henriques Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 81)

administrar fundos, também seja sociedade autorizada a prestá-los¹⁰⁴. O administrador somente poderá distribuir as cotas do fundo no mercado se ele for membro do sistema de distribuição de valores mobiliários¹⁰⁵; em caso negativo, deverá contratar a prestação deste serviço.

A distribuição é a colocação das cotas no mercado; e deve ser realizada por membro do sistema de distribuição de valores mobiliários, conforme listados pelo artigo 15 da Lei nº 6.385/1976. A custódia, que consiste no depósito de valores mobiliários sob a guarda da instituição depositária, deve ter como instituição depositária uma instituição financeira ou uma entidade de compensação e liquidação¹⁰⁶.

Deve-se ter em mente que a distribuição, nos termos aqui referidos, depende do membro do sistema de distribuição e consiste na oferta ao público em geral das cotas dos fundos e não o posicionamento individual ou restrito de tais cotas. Para realizar uma colocação “privada”, ou seja, a um grupo de investidores pré-determinado, não há necessidade de contratação de um membro do sistema de distribuição. Assim, deve-se se abrir pequeno parêntesis para diferenciar, em linhas gerais, a oferta pública dos valores mobiliários, que depende de várias formalidades em razão de envolver o apelo à poupança popular, e a oferta privada.

Em princípio, a oferta pública é aquela que objetiva oferecer os títulos e valores mobiliários ao público em geral. Nos termos da Instrução CVM nº 400/2003, a oferta pública se caracteriza sempre que houver: a prática dos atos de distribuição

¹⁰⁴ Para ilustrar estas afirmações, vejamos os dispostos no §6º do art. 57 e no art. 59 da Instrução CVM nº 409/2004, respectivamente: “§ 6º Os fundos administrados por instituições financeiras não precisam contratar os serviços previstos nos incisos III e V, do art. 56 quando os mesmos forem executados pelos seus administradores, que nestes casos serão considerados autorizados para a sua prestação” e “Art. 59 - Caso o administrador não seja credenciado pela CVM como prestador de serviços de custódia de valores mobiliários, o fundo deve contratar instituição credenciada para esta atividade”.

¹⁰⁵ “As cotas de fundos de investimento só podem ser distribuídas por um membro do sistema de distribuição de valores mobiliários. (...) Um fundo pode ter um número ilimitado de distribuidores. Com efeito, é muito comum que os fundos que mais se destacam pela consistência de seus resultados, sejam procurados pelos membros de distribuição interessados em contratar com ele a prestação desses serviços, mediante remuneração” (FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo, Quartier Latin, 2006, p. 101).

¹⁰⁶ “A custódia, por sua vez, somente pode ser exercida por instituições financeiras e entidades de compensação e liquidação. O serviço de custódia compreende o depósito de valores mobiliários sobre a guarda da instituição depositária (parágrafo único do artigo 24 da lei nº 6.385/1976, devendo o preço cobrado por tais serviços constar expressamente do contrato de custódia (artigo 59, parágrafo único, III, da Instrução CVM nº 409/2004)” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 81).

pública previstos no *caput* do artigo 3º; e a forma prevista nos incisos do referido artigo¹⁰⁷.

Esta oferta não tem um destinatário específico porque dirigida à coletividade; sua divulgação é realizada considerando que toda e qualquer pessoa é potencialmente investidora. Ela é destinada, assim, ao público em geral. É de se salientar que o parágrafo primeiro do artigo 3º da referida Instrução preceitua que “considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora”. Ou seja, a acepção de público em geral trazida pela própria instrução é ampla e possibilita que determinada classe de pessoas seja considerada público em geral, mesmo que haja características comuns que tornem tais pessoas um grupo diferenciado da coletividade. Por cautela, a análise deve ser realizada verificando-se a existência de relações prévias com a emissora para que se possa afastar a caracterização como público em geral. O envolvimento no caso concreto do que a norma denomina “público em geral” é, pois, essencial para a análise de aplicação das regras de oferta pública.

Não é por outra razão que a realização das ofertas públicas é procedimento complexo que envolve o cumprimento de diversas regras: é preciso assegurar que oferta implique transmissão, aos investidores, daquilo que estão adquirindo. Portanto, é importante que saibam quais os riscos envolvidos e que se lhe garanta que os recursos amealhados serão realmente canalizados para o destino desejado na realização do investimento.

¹⁰⁷ “Art. 3º - São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos: I.a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma; II. a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados; III. a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou IV. a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários”.

Já as ofertas privadas estão no outro extremo, ou seja, se direcionam a investidores muito específicos, o que dispensa a divulgação da oferta à coletividade: é que já existe grupo interessado na aquisição dos títulos, com prévio relacionamento com o emissor. Portanto, não há necessidade de formalidades adicionais para sua realização, muito menos de intermediador oriundo do sistema de distribuição de valores mobiliários.

No meio do caminho entre a oferta pública e a privada, a CVM criou a “oferta pública com esforços restritos”, nos termos da Instrução CVM nº 476/2009. Este tipo de oferta não é destinado a qualquer investidor, mas somente aos qualificados¹⁰⁸, por força do disposto no artigo 2º¹⁰⁹. O investidor qualificado é aquele cujo conhecimento dos riscos do investimento é presumido pelas normas. Por isso, ele está apto a investir em ativos cujo risco em potencial é superior aos outros oferecidos no mercado de capitais. A oferta descrita pela Instrução CVM nº 476/2009 é realizada com esforços restritos de captação, ou seja, não envolve toda a divulgação e disseminação da oferta pública dos títulos. Ela também não pode envolver todos os tipos de valores mobiliários, mas somente as notas comerciais, as cédulas de crédito bancário que não sejam de responsabilidade de instituição financeira, as debêntures não conversíveis ou não permutáveis por ações, os certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio e, o que interessa para este trabalho, as cotas de fundos de investimento fechados. Mesmo em se tratando de oferta destinada a investidores qualificados, a pública com esforços restritos também deve ser realizada com o envolvimento de membro do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Visitadas brevemente as modalidades de oferta (pública, privada e pública com esforços restritos), fecham-se os parêntesis e retorna-se à análise da estrutura dos fundos de investimento.

¹⁰⁸ Nos termos do art. 109 da Instrução CVM 409, são considerados investidores qualificados: instituições financeiras, companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar; pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado; fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.

¹⁰⁹ Art. 2º As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser destinadas exclusivamente a investidores qualificados e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

No que se refere à relação entre o administrador e o fundo, tem-se contrato de prestação de serviços de administração¹¹⁰, nos termos do regulamento do fundo. Há também alguns elementos do mandato, já que o administrador é quem representa o fundo perante terceiros (e pode contratar em nome do fundo).

Cabe salientar que, no caso dos fundos de investimento imobiliário, o administrador adquire a propriedade fiduciária dos bens imóveis de titularidade do fundo, conforme dispõem os art. 6º e 7º da Lei nº 8.668/1993¹¹¹.

O administrador do fundo de investimento tem personalidade própria e não deve ser equiparado, no exercício de suas funções no âmbito do fundo, aos órgãos administrativos internos das sociedades anônimas¹¹².

Apesar das especificidades do fundo de investimento imobiliário em relação à transferência de propriedade, o administrador pode ser entendido como um prestador de serviços de gestão e administração dos recursos de titularidade do fundo, que age em nome deste nos limites definidos no regulamento. Nos dizeres da doutrina:

O contrato de administração tem como conseqüência uma autonomização entre a posição do proprietário dos bens e a do administrador. Nesta perspectiva, o instituto dos fundos comuns de investimento permite a obtenção de uma ampla dissociação entre a propriedade e o controle da riqueza, entre a propriedade e a legitimação. Na verdade, a propriedade dos participantes traduz-se numa propriedade total e absolutamente inerte, desprovida de qualquer faculdade de administração e de disposição. O

¹¹⁰ “A instituição administradora se obriga a realizar investimentos de acordo com a lei e com o regulamento do fundo, a administrar o patrimônio com perícia e buscar rentabilidade e segurança para o investimento do cotista, recebendo em troca determinada remuneração por seus serviços. **O cotista, por sua vez, paga essa taxa de administração ao administrador e, em troca, recebe a prestação de serviços e gestão do fundo**” (sem grifos no original). (GAGGINI, Fernando Schwars. Fundos de investimento no direito brasileiro. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2001, p. 40)

¹¹¹ Art. 6º O patrimônio do Fundo será constituído pelos bens e direitos adquiridos pela instituição administradora, em caráter fiduciário.

Art. 7º Os bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário, em especial os bens imóveis mantidos sob a propriedade fiduciária da instituição administradora, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicam com o patrimônio desta, observadas, quanto a tais bens e direitos, as seguintes restrições: (...) 1º No título aquisitivo, a instituição administradora fará constar as restrições enumeradas nos incisos I a VI e destacará que o bem adquirido constitui patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário.

¹¹² “Terá sido criada uma sociedade atípica, com limitação de responsabilidade patrimonial dos sócios em sociedade não personificada, mas cuja administração, diversamente do que prevêem as normas legais para tais tipos, se faz de acordo com as regras do hetero-organicismo” (SZTAJN, Raquel. Cotas de fundos imobiliários – novo valor mobiliário. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro, São Paulo, n. 93, nova série, 1994, p. 93).

controle da riqueza é, pelo contrário, totalmente atribuído a um sujeito que não é, legalmente, considerado proprietário¹¹³.

O administrador deve observar os deveres previstos no artigo 65 da Instrução CVM nº 409/2004, além das normas de conduta estabelecidas em seu artigo 65A. Também se aplica à espécie a Instrução CVM nº 306/1999.

No que concerne à responsabilidade, o administrador responderá pelos prejuízos a que der causa por ação ou omissão decorrentes da inobservância da lei, do regulamento e das normas da CVM. O administrador também responderá solidariamente por prejuízos causados pelos terceiros contratados, na forma do artigo 56 da Instrução CVM nº 409/2004, conforme expressamente previsto em seu parágrafo 2º¹¹⁴.

Apesar das acaloradas discussões sobre o tema da responsabilidade, a posição majoritária da doutrina é de que os administradores respondem de forma subjetiva¹¹⁵.

2.4 O Cotista

O cotista é o titular da cota, que, na definição da Instrução CVM nº 409/2004 e de todas as outras instruções que regulam fundos de investimento, “correspondem a frações ideais de seu patrimônio e serão escriturais e nominativas”.

Todavia, em razão de não haver direito de propriedade dos cotistas em relação aos ativos do fundo, mas tão somente ao correspondente financeiro à sua

¹¹³ TOMÉ, Maria João Romão Carreiro Vaz. Fundos de investimento mobiliário abertos. Coimbra: Almedina, 1997, p.119.

¹¹⁴ § 2º Os contratos firmados na forma do § 1º, referentes aos serviços previstos nos incisos I, III, V e VII do § 1º do art. 56, deverão conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o administrador do fundo e os terceiros contratados pelo fundo, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude das condutas contrárias à lei, ao regulamento e aos atos normativos expedidos pela CVM.

¹¹⁵ “A análise sistemática das leis e normas que tratam da regulação e funcionamento dos fundos de investimento nos leva a concluir ser subjetiva a responsabilidade de seus administradores, quer em face dos parâmetros de indicação do elemento culpa constante nas normas expedidas pelos órgãos reguladores, quer em face da ausência, em lei e naquelas normas, de expressa designação da responsabilidade objetiva. Assim, somente depois de provada a culpa do administrador, a existência de dano e nexo de causalidade, é que surgirá o dever de reparar os prejuízos causados aos fundos que administra. De outro turno, cremos que a responsabilidade da pessoa física, diretor ou sócio-gerente designado pelo administrador para responder civil e criminalmente pela gestão do fundo, é presumida *juris tantum*, o que significa dizer que, apurada a culpa do administrador, responderá a pessoa física designada, solidariamente pelos prejuízos causados, comportando a presunção de culpa, no entanto, prova em sentido contrário”. (PERRICONE, Sheila. Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. Revista de direito bancário, do mercado de capitais e arbitragem, São Paulo, n. 11, 2001, p. 100).

fração ideal, as cotas são mais propriamente definidas como valores mobiliários, que representam financeiramente a parte que o cotista detém no patrimônio do fundo.

Esta definição leva à conclusão de que o patrimônio pertence ao fundo, uma vez que aos cotistas pertence somente a fração ideal do patrimônio representada pela cota. Tal conclusão está no cerne das discussões acerca da natureza jurídica do fundo e de sua personalidade jurídica.

Cabe lembrar, que não se reconhece, entre os cotistas, relação de sociedade. Estes se reúnem para aplicação em fundo comum, mas não há relação interpessoal ou *affectio societatis*. Há copropriedade entre os cotistas, mas tal relação não advém das características dos demais investidores, mas sim da forma de estruturação e do regulamento do fundo. O que leva o investidor a aplicar em determinado fundo é o disposto em seus documentos constitutivos, tais como prospecto e regulamento no acerca da política de investimento e seus riscos. As características individuais dos demais investidores não são relevantes nos fundos de investimento¹¹⁶. Nos dizeres de Eizirik:

Os fundos de investimento, ao contrário do que ocorre com as companhias de investimento, apresentam uma feição contratual e não societária, uma vez que não há entre os investidores relação interpessoal associativa – a *affectio*. Ao contrário, a relação dos investidores entre si é irrelevante para a constituição e funcionamento de um fundo, uma vez que, ao aderirem ao fundo, estes vinculam-se ao administrador, que lhes presta serviços de administração e gestão de seus recursos¹¹⁷.

Alguns fundos só podem ter recursos aportados por investidores qualificados, como é o caso dos Fundos de Investimento em Participações¹¹⁸. Por se tratar de

¹¹⁶ “a diferença entre 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 – *affectio* – característica da sociedade que é preponderante no caso do associado. A sociedade, antes de mais nada, une os sócios entre si para um fim comum. Enquanto que a comunhão relaciona apenas os sujeitos com a coisa, é uma relação real que se repete tantas vezes quantos são os comunheiros, não é relação das pessoas entre si. A relação dos coproprietários entre si é irrelevante, por isso não se pode falar em *affectio* entre eles, que implica sempre – repetimos – uma relação entre pessoas” (ALONSO, Felix Ruiz. Os Fundos de Investimento. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 1, 1971, Pp. 76/77).

¹¹⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; Parente, Flávia; Henriques Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 78/79.

¹¹⁸ Instrução CVM nº 391/2003, art. 2º: “o Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração”.

investimento em valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas, presume-se haver risco maior do que o existente em outras modalidades de investimento (como na renda fixa, por exemplo). Portanto, deve ser oferecido apenas a investidores qualificados.

Em relação aos riscos para o cotista, é bom lembrar que o prejuízo pode superar o valor dos recursos aportados. É que, por expressa definição normativa¹¹⁹, o patrimônio do cotista pode responder por eventual patrimônio líquido negativo do fundo¹²⁰. Noutras palavras, caso haja obrigações do fundo que superem os recursos aportados, os cotistas podem vir a ser chamados a aportar montante adicional para fazer frente a elas. Não por acaso, a referida norma (artigo 13 da Instrução CVM nº 409/2004) determina que os cotistas declarem expressamente a assunção destes riscos antes de realizarem o investimento.

Por fim, cabe salientar que, além do direito à fração ideal dos resultados financeiros, as cotas também trazem direitos políticos aos seus detentores¹²¹. Apesar de não propiciar a atuação direta na administração, o fundo possui órgão de representação dos cotistas, a assembleia geral, cuja competência é extensa para deliberar sobre matérias de seu interesse, como as relativas à substituição do administrador e alteração na política de investimentos.

¹¹⁹ Instrução CVM 409/2004, art. 13: “os cotistas responderão por eventual patrimônio líquido negativo do fundo. Parágrafo único. Sem prejuízo do disposto no “caput”, o administrador e o gestor, se houver, serão responsáveis perante os cotistas pela inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos em regulamento”.

¹²⁰ “Os cotistas são responsáveis pelo patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor, se houver, em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nas normas da CVM (artigo 13 da Instrução CVM nº 409/2004). Neste sentido, ressalte-se que uma das condições para ingresso no fundo é a subscrição de termo no qual o cotista atesta a ciência da possibilidade de ocorrer patrimônio líquido negativo e reconhece, quanto a este ponto, sua responsabilidade, além de declarar o recebimento do regulamento e, se for o caso, do prospecto e a ciência dos riscos e da política de investimentos adotada pelo fundo (artigo 30 da Instrução CVM nº 409/2004)” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. 2.ed. revisada e atualizada – Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 88).

¹²¹ “É importante ressaltar que cada cota concede ao seu titular não só direitos patrimoniais, mas também poderes políticos. Não poderes (verificar redação) de gestão direta sobre os bens componentes das carteiras do fundo, pois essa tarefa é atribuída ao administrador. As dos cotistas têm, seguramente, direitos de informação, e podem, desde que reunidos em quórum definido pela legislação específica do fundo e pelo respectivo regulamento, solicitar a convocação de assembleia para tratar de assuntos de interesse de todos podendo, inclusive, no caso dos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 409/04, definir regras sobre a política de investimentos a ser seguida pelo administrador” (FREITAS, Ricardo de Santos. Natureza jurídica dos fundos de investimento. São Paulo, Quartier Latin, 2006, p. 98).

3 REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS – O PAPEL DA CVM

3.1 Conceito de Regulação

O mercado de capitais se insere num emaranhado de princípios e normas que norteiam sua organização e cuidam de sua regulação, de acordo com seus objetivos¹²², principalmente o de fornecer segurança e confiabilidade aos seus participantes.

Conforme ensina Chevallier, o conceito de regulação, nas ciências sociais, tem como base a Teoria Geral dos Sistemas, já que a regulação é aquilo que possibilita o funcionamento de um sistema. Em tradução livre:

a regulação consiste num elemento chave da teoria geral dos sistemas: todo sistema organizado, formado por um conjunto de elementos interdependentes e que interagem entre si, estará em confronto permanente com os fatores de desequilíbrio e de instabilidade advindos de seu ambiente; a regulação traz ao conjunto os processos pelos quais os sistemas buscam manter seu estado estacionário, anulando os efeitos das perturbações exteriores¹²³.

Na acepção clássica do Direito¹²⁴, regulação é o exercício da função estatal de estabelecer regras e parâmetros para organizar e regulamentar uma atividade na qual o Estado possui interesse, seja esta atividade econômica ou não¹²⁵. Para

¹²² Segundo dispõe o artigo 192 da Constituição Federal, tais objetivos são promover do desenvolvimento equilibrado do país e servir aos interesses da coletividade.

¹²³ “la regulation constitue un élément-clé de la theorie générale des systèmes: tout système organisé, formé d’un ensemble d’elements interdependants et interagissants, serait em effet em permanence confronte aux facteurs de déséquilibre et d’instabilité provenant de son environnement; la regulation recouvre l’ensemble des processus par lesquels les systèmes cherchent a mentenir leus ‘etat stationnaire’ em annulant l’effet des perturbations éxterioures” (CHEVALLIER, Jacques. La régulation juridique en question, *Droit et société* 3/ 2001 (n°49), p. 827-846. Disponível em: www.cairn.info/revue-droit-et-societe-2001-3-page-827.htm. Acesso em 24/07/2014).

¹²⁴ O conceito clássico de regulação não abarca a autorregulação, que, segundo a doutrina: “em seu sentido amplo, a autorregulação pode ser conceituada como a capacidade de um organismo de perceber estímulos internos e externos e de estabelecer suas próprias regras de estruturação e funcionamento para responder a esses estímulos da forma que melhor garanta seu equilíbrio” CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. Teoria palco-platéia: a interação entre regulação e autorregulação do mercado de bolsa. 2010. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010, p. 52. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-25082011-111452/>. Acesso em: 2014-03-20

¹²⁵ “Embora a noção de regulação tenha, originalmente, identidade com um conceito eminentemente econômico (a atuação do Estado sobre os mercados para corrigir as suas falhas estruturais), é fato que ela incorporou em seu bojo missões que vão muito além da mera garantia do funcionamento regular da economia pela correção de defeitos estruturais nos mercados. Neste sentido, emerge a chamada regulação social que, justamente, incorpora em seu bojo missões outras que não apenas a garantia do funcionamento hígido dos mercados (v. g. tutelando o meio ambiente, os trabalhadores, os consumidores e outros)”. (GUIMARÃES, Bernardo Strobel. Da regulação como função de direito

estabelecer tais regras e parâmetros, o ente estatal analisará quais as condutas que deseja estimular/coibir e criará normas para assegurar que seus objetivos sejam seguidos. Estes objetivos variarão de acordo com a atividade a ser regulada, tendo em vista as particularidades de cada mercado.

A intervenção do ente estatal na economia se dá em menor ou maior grau, a depender do momento histórico vivido. Em princípio, parte-se da premissa de que o capitalismo se funda na livre iniciativa, que tem origem na teoria econômica de Adam Smith, segundo o qual “ao defender seus próprios interesses, o indivíduo serve aos interesses públicos”¹²⁶. Neste prisma, o próprio mercado teria meios de se equilibrar, pois a mão invisível garantiria a livre concorrência entre os agentes e, assim, a otimização da utilização dos recursos. Nas palavras de Davis:

Com efeito, os apóstolos do livre mercado acreditam que a mão invisível garante que todas as transações cumprirão esses objetivos sociais, argumentando que, se todos os atores da economia competirem entre si, os preços se aproximarão dos custos. Portanto, argumentam, os governos devem garantir que todos os mercados sejam tão competitivos quanto possível¹²⁷.

Todavia, o desenvolvimento do mundo capitalista nos levou a perceber que a livre iniciativa, regulada exclusivamente pela mão invisível, não é suficiente para garantir a subserviência aos interesses públicos por parte dos particulares¹²⁸. Nos dizeres do Professor Reale, citado por Wald:

A mera obediência às leis do mercado, com total confiança na livre concorrência, não lograria superar a crise atual do sistema capitalista, sendo imprescindíveis medidas que transcendem o mundo econômico e envolvem todos os valores da civilização, com base num sentimento de universal solidariedade¹²⁹.

administrativo. 2007. Dissertação (Mestrado em Direito do Estado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2134/tde-25022008-155225/>>. Acesso em: 2014-02-20, pág. 61 e 62).

¹²⁶ “A riqueza das nações resulta do diligente empenho de cada um dos seus cidadãos em seus próprios interesses – ou seja, quando cada um colhe a recompensa ou sofre os reveses disso resultantes. Ao defender seus próprios interesses, o indivíduo serve ao interesse público. Em sua expressão máxima, Smith é guiado por uma mão invisível. Melhor esta mão invisível do que a mão visível, inepta e rapinante do Estado” (GALBRAITH, John, K. A Era da Incerteza. 9ª edição. São Paulo: Pioneira, 1998, p. 11).

¹²⁷ Os Novos Capitalistas. Rio de Janeiro: Elsevier – Campus, 2012, p. 43.

¹²⁸ Anota Galbraith, “Quando homens de negocio se reúnem em qualquer ponto do mundo não socialista, a exaltação do egoísmo – agora geralmente modificado para um inspirado interesse próprio – também ressoa”. (A Era da Incerteza. 9ª edição. São Paulo: Pioneira, 1998).

¹²⁹ WALD, Arnoldo. Alguns aspectos jurídicos da Globalização Financeira *in* Aspectos Atuais do

Com efeito, não é possível ignorar que as transações são permeadas de imperfeições, como conflitos de interesses, assimetria de informações, incapacidade dos investidores de compreenderem determinados riscos¹³⁰, além da própria diferença entre a teoria de Smith e a realidade dos mercados, no que se refere à competitividade entre seus agentes¹³¹. Considerando que as decisões são tomadas por agentes diferentes dos verdadeiros interessados que não estão, no momento da decisão, providos de liberdade total em suas escolhas¹³², demonstram-se os inconvenientes de se deixar o mercado unicamente à mercê da mão invisível¹³³.

Lado outro, também é importante reconhecer que, o outro extremo da atuação estatal, consistente na atuação direta e constante intervenção do Estado na

Direito do Mercado Financeiro e de Capitais, 1º volume, Coord. Roberto Quiroga Mosquera. São Paulo: Dialética, 1999, p. 18.

¹³⁰ “não podemos ignorar a existência de imperfeições e falhas de mercado tais como problemas de agência, conflitos de interesses entre emitentes, investidores e intermediários financeiros; entre accionistas e gestores; entre gestores de fundos e seus clientes, etc. Ocorrem também situações de definição imprecisa dos produtos e contratos financeiros. Outras em que as características técnicas de muitos dos produtos financeiros são de difícil apreensão por parte do pequeno investidor, incapaz de compreender em muitos casos o elementar cálculo matemático. Em suma, existem problemas de verificação da qualidade no momento da compra dos produtos financeiros que não existem na generalidade dos produtos transaccionados em mercados não financeiros”. (SANTOS, Fernando Teixeira dos. Avaliação Geral e Perspectivas de Regulação do Mercado de Capitais, Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/A%20CMVM/Conferencias/Intervencoes/Documents/7c86cc6af28d463baf3519178d474b1e20011115.pdf>. Acesso em 29/04/2014)

¹³¹ “Mas isso não é suficiente para disciplinar o comportamento das empresas. Por quê? Porque, em boa parte, é extremamente difícil encontrar contextos em que a mão invisível de Adam Smith seja capaz de atuar conforme as previsões da teoria. Os monopólios naturais podem inibir o funcionamento do livre mercado. Às vezes, economias de escala significativas, vantagens de localização especial ou exclusividade tecnológica representam trunfos para um produtor em detrimento de outros concorrentes. Ou as informações são restritas, impedindo que os clientes saibam tanto quanto os fornecedores sobre produtos e serviços. Ou a mobilidade de trabalho é limitada por fatores linguísticos demográficos, culturais ou legais. Quando surgem estas situações, entram em cena os reguladores”. (DAVIS, Stephen M. Os novos capitalistas: a influência dos investidores-cidadãos nas decisões das empresas. Rio de Janeiro: Elsevier: PREVI, 2008, p. 44).

¹³² “A questão do livre mercado fundamenta-se basicamente em duas afirmações – uma sobre liberdade e a outra sobre bem estar social. A primeira refere-se à visão libertária dos mercados. Segundo essa ideologia, ao permitir que as pessoas realizem trocas voluntárias, estamos respeitando sua liberdade; as leis que interferem no livre mercado violam a liberdade individual. A segunda é o argumento utilitarista para os mercados. Esse argumento refere-se ao bem estar geral que os livres mercados promovem, pois, quando duas pessoas fazem livremente um acordo, ambas ganham. Se o acordo as favorece sem que ninguém seja prejudicado, ele aumenta a felicidade geral. Céticos do mercado questionam esses argumentos. Eles afirmam que as escolhas do mercado nem sempre são tão livres quanto parecem. E afirmam também que certos bens e práticas sociais são corrompidos ou degradados se implicarem alguma transação com dinheiro”. (SANDEL, Michael J. Justiça – o que é fazer a coisa certa. 6ª edição. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2012, p. 99).

¹³³ Ressalta-se que o próprio Adam Smith reconhecia, conforme GALBRAITH, que “os homens de negócio, ou empresários, eram uma grande ameaça à sua própria liberdade de ação; seu infalível instinto era o de impor restrições sobre si mesmos, e dessa circunstância surgiu outra das mais argutas observações de Smith: ‘Pessoas do mesmo ramo raramente se reúnem, até mesmo para se divertir, mas quando o fazem a conversa termina numa conspiração contra o público, ou então num conluio para aumentar os preços’ (GALBRAITH, John, K. A Era da Incerteza. 9ª edição. São Paulo: Pioneira, 1998, p. 14).

economia, denominado Estado do Bem Estar¹³⁴, não logrou êxito nos seus objetivos¹³⁵, haja vista os enormes custos da máquina estatal e a insuficiência/ineficiência da atuação do Estado na Economia, além da nova realidade de interação entre os mercados trazida pela globalização e pelo desenvolvimento tecnológico.

Pode-se dizer, pois, de forma simplificada e resumida¹³⁶, que da crise do Estado Liberal surgiu o Estado do Bem Estar e, da crise deste último¹³⁷, com a transferência de inúmeras atividades econômicas relacionadas a serviços públicos aos particulares por meio das ações de privatização, surgiu o conceito do Estado Regulador, um meio termo entre o primeiro e o segundo. Nos dizeres de Chevallier, em tradução livre:

A regulação também implica uma nova concepção de Estado. Indissociável da crise do Estado Providência, a regulação implica que passemos de um 'Estado Produtor', que realiza a gestão direta das atividades econômicas, a um Estado Regulador, que não substituiu os agentes econômicos, mas se

¹³⁴ “No período intervencionista, iniciado em fins do século XIX, começa a regulação pelo Estado para corrigir o funcionamento da concorrência que vinha sendo prejudicada pela liberdade econômica. Toda a economia passa a ser regulada, transformando o mercado regulador em mercado regulado. (...) Multiplicaram-se as empresas estatais, cresceu a intervenção direta pelo exercício de atividade econômica pelo próprio Estado, cresceu a intervenção indireta, pelo exercício da regulação da atividade econômica de natureza privada (poder de polícia no domínio econômico), inseriu-se em muitas constituições capítulos sobre a ordem econômica. Em decorrência disso, o instituto da concessão ficou relegado a segundo plano, sendo substituído em grande parte pela prestação dos serviços públicos comerciais e industriais do Estado, por meio de empresas estatais e não mais por empresas privadas, concessionárias de serviços públicos (intervenção direta). A regulação (intervenção indireta) abrangia principalmente a ordem econômica, com o objetivo de evitar cartéis e qualquer forma de dominação do mercado, o que se procurou alcançar pela promulgação de leis de defesa da concorrência e *anti-trust*). É a fase do Estado providência, do estado produtor de bens e serviços, do Estado denominado, nos Estados Unidos, de Estado do Bem Estar (*Welfare State*)”. (DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (Coord.). Direito Regulatório. Temas Polêmicos. Belo Horizonte: Fórum, 2003, pp. 32 e 33).

¹³⁵ MISHRA, Ramesh. O estado-providência na sociedade capitalista. Trad. Ana Bairradas, Oeiras: Celta, 1995.

¹³⁶ Para informações mais detalhadas sobre a evolução do papel do Estado e sua relação com o desenvolvimento do direito administrativo, ver ANDRADE, Erico. O mandato de segurança: a busca da verdadeira especialidade (proposta de releitura à luz da instrumentalidade do processo). Rio de Janeiro, Lumen Juris, 2010, p. 200 a 315.

¹³⁷ Segundo Chevallier, em tradução livre: “a crise do Estado Providência teria então conduzido a uma verdadeira mudança de paradigma “estatal: o Estado Keynesiano, intervencionista e redistribuidor tende a dar lugar a um Estado Regulador, cuja função essencial é centrada no estabelecimento de regras, a pretensa “desregulação” dos anos oitenta terá dissimulado de fato um movimento de re-regulação extensiva, imposta pela necessidade de enquadrar o jogo da concorrência”. “*La crise de l'État providence aurait donc conduit à un véritable « changement de paradigme » étatique : l'État keynésien, interventionniste et redistributeur tend à faire place à un État régulateur, dont la fonction essentielle est censée résider en l'établissement de règles ; la prétendue « dérégulation » des années quatre-vingt aurait dissimulé en fait un mouvement de « re-régulation extensive » 5, imposé par la nécessité d'encadrer le jeu de la concurrence*”. (CHEVALLIER, Jacques. La régulation juridique en question, *Droit et société* 3/ 2001 (n°49), p. 827-846. Disponível em: www.cairn.info/revue-droit-et-societe-2001-3-page-827.htm. Acesso em 24/08/2014).

propõe a lhe impor certas regras do jogo e se encarrega de harmonizar suas ações. A promoção do tema da regulação ilustra assim o fluxo da concepção que erige o Estado a agente da modernização, confiando-lhe a gestão de setores-chave da economia. Esta redução não é, contudo, sinônimo de desengajamento: o Estado Regulador é também um Estado presente na economia, como árbitro tutelar da manutenção dos grandes equilíbrios, contra a visão de Friedrich A. Hayek, para quem o mercado é a harmonização mais eficaz, mais eficiente e mais justa de comportamento, o projeto do Estado regulador se baseia na necessidade de mecanismos de gerenciamento do mercado. Originalmente inspiração liberal, o tema da regulação irá migrar progressivamente da direita para a esquerda, tornando-se os herdeiros da social-democracia significa para neutralizar os efeitos da internacionalização com foco no papel essencial atribuído ao Estado como um instrumento de manutenção da coesão econômica e social.¹³⁸

Para melhor contextualização dos ensinamentos do doutrinador francês no âmbito do Direito brasileiro, expõe Di Pietro:

No direito brasileiro, o vocábulo regulação surgiu com o movimento de Reforma do Estado, especialmente quando, em decorrência da privatização das empresas estatais e da introdução da ideia de competição entre concessionárias na prestação de serviços públicos, entendeu-se necessário 'regular' as atividades objeto de concessão a empresas privadas, para assegurar a regularidade na prestação dos serviços e o funcionamento equilibrado da concorrência.¹³⁹

Desta forma, considerando a necessidade de imposição de limites para a atuação da mão invisível, verificada em diversas ocasiões durante a história recente^{140 141}, além de contenção da atuação do Estado, coibindo os exageros da

¹³⁸ "La régulation implique aussi une conception nouvelle de l'État. Indissociable de la crise de l'État providence, la régulation implique que l'on passe d'un « État producteur », assurant la gestion directe d'activités économiques, à un « État régulateur », qui ne se substitue plus aux agents économiques, mais se borne à leur imposer certaines règles du jeu et s'efforce d'harmoniser leurs actions. La promotion du thème de la régulation illustre ainsi le reflux de la conception qui érigeait l'État en agent de modernization et lui confiait la gestion de secteurs-clés de l'économie. Ce repli n'est pourtant pas synonyme de désengagement : l'État régulateur est aussi un État présent dans l'économie, en tant qu'instance tutélaire chargée d'assurer le maintien des grands équilibres ; à l'encontre de la vision d'un Friedrich A. Hayek, pour qui le marché est le moyen le plus efficace, le plus rationnel et le plus juste d'harmonisation des comportements, la conception de l'État régulateur repose sur la nécessité d'un dispositif d'encadrement des mécanismes de marché. À l'origine d'inspiration libérale, le thème de la régulation va ainsi progressivement migrer de la droite vers la gauche, en devenant pour les héritiers de la socialdémocratie le moyen de contrebalancer les effets de l'internationalisation en mettant l'accent sur le rôle essentiel imparti à l'État en tant qu'instrument de maintien de la cohésion économique et sociale". (CHEVALLIER, Jacques. La régulation juridique en question, *Droit et société* 3/ 2001 (n°49), p. 827-846. Disponível em: www.cairn.info/revue-droit-et-societe-2001-3-page-827.htm, cap. 5 e 6. Acesso em 24/08/2014)

¹³⁹ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (Coord.). Direito Regulatório. Temas Polêmicos. Belo Horizonte: Fórum, 2003, p. 28.

¹⁴⁰ "Se retrocedermos 150 anos, compreenderemos porque a regulamentação é tão necessária para sustentar a economia de mercado. Naqueles dias, pessoas de negócios inescrupulosas rotineiramente adulteravam alimentos, misturavam farinha com pó de giz ou adicionavam ácido sulfúrico à cerveja". (DAVIS, Stephen M. Os novos capitalistas: a influência dos investidores-cidadãos nas decisões das empresas. Rio de Janeiro: Elsevier: PREVI, 2008, p. 44).

intervenção na atividade econômica, a regulação representa solução intermediária e adequada para a ponderação entre a necessidade de observância de interesses coletivos e a conservação de ambiente livre para a atuação dos empreendedores.

Assim, necessária a regulação dos mercados para garantir que, além de lucros, as atividades econômicas gerem benefícios sociais e pessoais aos cidadãos, bem como ofereçam produtos seguros e mercado uniforme a todos os participantes, no qual as regras sejam conhecidas e devidamente obedecidas por toda a coletividade¹⁴².

Com relação à regulação, existem diversas teorias para explicá-la. Pode-se dizer que todas elas estão embasadas em uma das duas vertentes principais: as teorias da regulação baseadas no interesse público¹⁴³ e as teorias da regulação baseadas no interesse privado.

¹⁴¹ Uma demonstração histórica de tal afirmação é o ocorrido em relação ao dinheiro em Amsterdã, em que, em face das atitudes dos homens de derreter e a limar moedas para multiplica-las, um grupo se organizou e criou um banco municipal para regulamentar publicamente reservas de dinheiro: “Tal era o estado das coisas, do abuso, que ninguém quando vendesse mercadorias a dinheiro, podia estar seguro do que estava recebendo. Foi a esse problema de qualidade que os comerciantes de Amsterdã então se dedicaram. Criaram um banco municipal; esse banco resolvia a questão da qualidade das moedas recorrendo ao sistema que prevalecia antes da invenção da cunhagem. Ou seja, a pesagem. Com essa ação, os notáveis da cidade foram os pioneiros na ideia de regulamentação pública das reservas de dinheiro por um banco oficial” (GALBRAITH, John, K. A Era da Incerteza. 9ª edição. São Paulo: Pioneira, 1998, p.164).

¹⁴² “Além disso, a regulamentação cria condições para que todos os participantes do mercado tenham a certeza de estarem atuando com observância ao mesmo conjunto de regras. A cervejaria que entrega a cerveja prometida deve estar confiante em que não será levada à falência por um concorrente que adultera o produto” (DAVIS, Stephen M. Os novos capitalistas: a influência dos investidores-cidadãos nas decisões das empresas. Rio de Janeiro: Elsevier: PREVI, 2008, p. 45).

¹⁴³ A questão da conceituação do interesse público é preocupação e fonte de divergência constante na doutrina: “Enquanto o conceito de interesse privado é bastante curial, resumindo-se ao interesse individual, sobre o conceito de interesse público pairam de há muito importantes divergências conceituais. Clássica é a disputa deste tema entre utilitaristas e hegelianos. Os primeiros – basicamente Benthan e Mandeville – buscam reduzir o interesse público à soma dos interesses individuais e assim defini-lo. Já Hegel propugna por uma definição capaz de separar sociedade civil e Estado. Para isso, propõe identificar o conceito de interesse público ao interesse estatal. Ambas as noções parecem reduzir e limitar em excesso o conceito de interesse público. No presente trabalho, será adotado um terceiro conceito, muito mais ligado à etimologia e – mais importante que isso – às origens do conceito. Trata-se da noção romana de interesse público. Segundo o clássico dicionário etimológico latino de Walde Hoffman, o termo *publicus* tem duas possíveis origens etimológicas diversas. Uma primeira pode ter sido a palavra *poplicus*, usada nas fontes como sinônimo de *populus*. Uma segunda origem possível seria a palavra *publicus*, usada para identificar o povo com capacidade política. Qualquer que seja a origem, ressalta a ligação do conceito à ideia de povo. O próprio conceito de Estado em Roma está, de resto, ligado à ideia de povo, não existindo entidade dele separada. Daí resulta a noção de interesse público como interesse da coletividade, do povo como um todo – portanto, o interesse de todos”. (SALOMÃO FILHO, Calixto. Regulação da Atividade Econômica. Princípios e Fundamentos Jurídicos. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 194). Jaime Rodríguez-Arana, em obra acerca do interesse público no direito administrativo, aponta a insuficiência de se considerar o interesse público como conceito indeterminado apto a justificar genericamente a atuação da administração e a sujeição dos particulares, ou seja, a insuficiência de se embasar a prevalência de tal interesse de forma geral e abstrata sobre todos os interesses particulares sem uma análise do caso concreto. Para o autor, citando García de Enterría (p. 192), o interesse geral deve ser

As primeiras partem da premissa de que os órgãos reguladores têm informações e poderes suficientes e buscam, por meio da regulação, promover o interesse público¹⁴⁴.

As segundas, de seu turno, partem da premissa contrária, pois entendem que os órgãos reguladores não têm informações suficientes sobre custos e particularidades do mercado regulado e, por isso, a promoção do interesse público na regulação se dá de forma imperfeita. Além disso, os agentes do mercado atuam, normalmente, em busca de satisfazer os próprios interesses em detrimento dos interesses públicos. Por isso, não se poderia justificar a regulação na busca de satisfação do interesse público¹⁴⁵.

passível de afeição por ocasião da análise da motivação do ato *in concreto*, pela Administração, para justificar sua prevalência sobre os interesses particulares. Em não havendo esta análise da concretização do interesse público, estariam os governantes com um cheque em branco para, com base nesse conceito vago, geral, abstrato, praticar todo gênero de arbitrariedades. (RODRIGUEZ-ARANA, Jaime. *Interés General, Derecho Administrativo y Estado Del Bienestar*. Madrid: Iustel, 2012, p. 192).

¹⁴⁴ Para fins de definição, o interesse público seria, segundo Hertog, o de melhor alocação possível dos recursos para fins de produção de bens e prestação de serviços à sociedade: "This public interest can further be described as the best possible allocation of scarce resources for individual and collective goods and services in society". (HERTOG, Johan den. *Review of Economic Theories of Regulation* Utrecht School of Economics Utrecht University December 2010).

¹⁴⁵ "Existem duas grandes correntes no que diz respeito às teorias econômicas da regulação. A primeira corrente pressupõe que os reguladores têm informação e poder suficientes para promover o interesse público. Esta corrente também assume que os reguladores são benevolentes e tem como objetivo alcançar o interesse público. As teorias econômicas que partem destas premissas são, portanto, chamadas de "teorias da regulação baseadas no interesse público". Outra corrente nos estudos econômicos de regulação possui pressupostos diferentes. Reguladores não têm informações suficientes em relação ao custo, demanda, qualidade e outras dimensões do comportamento das empresas. Se é que conseguem promover o interesse público (e o fazem apenas de modo imperfeito), quando controlam empresas ou atividades sociais. Segundo essa corrente, estes custos de informação, monitoramento e fiscalização também se aplicam a outros agentes econômicos, como legisladores, eleitores ou consumidores. E, mais importante, parte da premissa de que todos os agentes econômicos perseguem seus próprios interesses, que podem ou não incluir elementos de interesse público. Sob estas premissas, não há razão para se concluir que a regulação irá promover o interesse público. As diferenças nos objetivos dos agentes econômicos e os custos envolvidos na interação entre eles pode possibilitar que alguns dos agentes persigam seus próprios interesses, mesmo que às custas do interesse público. As teorias econômicas que partem destas premissas são, portanto, muitas vezes chamadas de "teorias da regulação baseada nos interesses privados", tradução livre de "There are two broad traditions with respect to the economic theories of regulation. The first tradition assumes that regulators have sufficient information and enforcement powers to effectively promote the public interest. This tradition also assumes that regulators are benevolent and aim to pursue the public interest. Economic theories that proceed from these assumptions are therefore often called '*public interest theories of regulation*'. Another tradition in the economic studies of regulation proceeds from different assumptions. Regulators do not have sufficient information with respect to cost, demand, quality and other dimensions of firm behavior. They can therefore only imperfectly, if at all, promote the public interest when controlling firms or societal activities. Within this tradition, these information, monitoring and enforcement cost also apply to other economic agents, such as legislators, voters or consumers. And, more importantly, it is generally assumed that all economic agents pursue their own interest, which may or may not include elements of the public interest. Under these assumptions there is no reason to conclude that regulation will promote the public interest. The differences in objectives of economic agents and the costs involved in the

As teorias da regulação baseadas no interesse público inicialmente preceituavam que, uma vez detectada falha no mercado¹⁴⁶, a regulação seria capaz de corrigi-la a custo zero.

As críticas às teorias baseadas no interesse público questionam a falha dos mercados como base para a justificativa da regulação. Para elas, o próprio mercado dispõe de meios para compensar suas ineficiências e corrigir suas falhas, sendo tais meios menos custosos do que o da regulação. Tais críticos também contestam a possibilidade de os órgãos reguladores realizarem uma leitura do interesse público que efetivamente se traduza em normas maximizadoras do bem estar econômico, haja vista o envolvimento de diversos interesses no processo normativo e da própria complexidade deste¹⁴⁷.

Além disso, outra fonte de crítica às teorias baseadas no interesse público é a teoria da “captura”, segundo a qual, ao longo do tempo, a regulação passa a servir aos interesses dos grupos específicos a quem as regras são dirigidas, uma vez que os órgãos reguladores tendem a perder o foco, enquanto tais grupos adquirem força e criam mecanismos de pressão sobre o processo regulatório¹⁴⁸.

interaction between them may effectively make it possible for some of the agents to pursue their own interests, perhaps at the cost of the public interest. Economic theories that proceed from these latter assumptions are therefore often called *‘private interest theories of regulation’*. (HERTOG, Johan den. Review of Economic Theories of Regulation, Utrecht School of Economics, Utrecht University, December 2010, p. 4).

¹⁴⁶ Segundo Hertog, a falha no mercado se dá quando se verifica que, na prática, os recursos escassos do mercado não podem ser alocados de forma ótima, mas somente mediante atuação livre do mercado: “Em economias ocidentais, a alocação de recursos escassos é coordenada de forma significativa por mecanismos de mercado. Em teoria, pode ser demonstrado que, sob certas circunstâncias, a alocação de recursos por meio dos mecanismos de mercado é ótima. Em razão de tais circunstâncias não se verificarem frequentemente na prática, a locação de recursos não é ótima sob uma perspectiva teórica e a necessidade de métodos para aperfeiçoamento da alocação de recursos surge. Essa situação é descrita como uma falha de mercado. A falha de mercado é a situação na qual recursos escassos não conseguem ser empregados de forma a conseguir o maior valor pelo seu uso”. Tradução livre de: “In western economies, the allocation of scarce resources is to a significant extent coordinated by the market mechanism. In theory, it can even be demonstrated that, under certain circumstances, the allocation of resources by means of the market mechanism is optimal (Arrow, 1985). Because these conditions do frequently not apply in practice, the allocation of resources is not optimal from a theoretical perspective and a quest for methods of improving the resource allocation arises (Bator, 1958). This situation is described as a market failure. A market failure is a situation where scarce resources are not put to their highest valued uses”. (HERTOG, Johan den. Review of Economic Theories of Regulation, Utrecht School of Economics, Utrecht University, December 2010, p.7).

¹⁴⁷ POSNER, Richard. Theories of Economic Regulation, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 5, No. 2 (Autumn, 1974), pp. 335-358 p. 340, <http://www.jstor.org/discover/10.2307/3003113?uid=2134&uid=2478971817&uid=2&uid=70&uid=3&uid=2478971807&uid=60&sid=21103473324407>, acesso em 18/02/2014.

¹⁴⁸ POSNER, Richard. Theories of Economic Regulation, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 5, No. 2 (Autumn, 1974), p. 341.

Assim, em razão das críticas, as teorias da regulação com base no interesse público evoluíram e passaram a admitir sua imperfeição e o fato de que há custos envolvidos na regulação, defendendo, contudo, que esta se justificará sempre que tais custos não sejam superiores aos benefícios^{149 150}.

Desta forma, o exercício da atividade regulatória deve perseguir o equilíbrio entre o excesso de regulação, que prejudica o mercado na medida em que cria custos e entraves ao desenvolvimento dos negócios, e a insuficiência de regulação, que não atende ao interesse público¹⁵¹, uma vez que permite aos agentes a realização de operações que prejudicam a sociedade ou não geram os benefícios que são delas esperados.

Eizirik considera a discussão relevante para a regulação do mercado de capitais, já que possibilita a análise de certas normas tendo como base seus custos, como a Instrução CVM nº 358/2002, que, a seu ver, tem objeto excessivamente amplo e impõe às companhias abertas custos desnecessários no que se refere à divulgação de fatos potencialmente relevantes¹⁵².

¹⁴⁹ “This sophisticated version of the public interest theory does not therefore require regulation to be perfect. It does, however, assume that market failure exists, that regulation is the most effective means of combating it and that regulation does not continue to exist once the costs exceed the benefits”. (HERTOG, Johan den. *General Theories of Regulation*, p. 235, <http://encyclo.findlaw.com/5000book.pdf>, acesso em 18/02/2014)

¹⁵⁰ “Já o tema da racionalidade económica da regulação não é aceito da mesma forma por todos os economistas, podendo-se distinguir duas diferentes abordagens: de um lado uma abordagem liberal e de outro uma de cariz mais intervencionista. A primeira, embora reconhecendo a existência de algumas falhas de mercado, defende que a regulação não permite na prática resolver essas falhas ou, se consegue, impõe demasiados custos (excedendo os custos iniciais colocados pelo problema), custos esses que serão em última análise pagos pelo pequeno investidor. A abordagem intervencionista advoga que a regulação é em geral benéfica para o sistema económico. Ou seja, os seus defensores não descartam o facto de a regulação introduzir custos adicionais, mas consideram que estes são inferiores aos benefícios decorrentes da existência de regulação”. (DOS SANTOS, Fernando Teixeira. *Avaliação Geral e Perspectivas de Regulação do Mercado de Capitais. A Regulação Financeira em Portugal num Mercado em Mudança – Centro Cultural de Belém*, 15 e 16 de novembro de 2001. Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/A%20CMVM/Conferencias/Intervencoes/Documents/7c86cc6af28d463baf3519178d474b1e20011115.pdf>, acesso em 28/02/2014).

¹⁵¹ “o interesse público deve ser conceituado como interesse resultante do conjunto de interesses que os indivíduos pessoalmente tem quando considerados em sua qualidade de membros da Sociedade, pelo simples fato de o serem” (BANDEIRA DE MELLO, Celso Antonio. *Curso de Direito Administrativo*. 17ª ed. São Paulo: Malheiros Ed., 2004, p.53).

¹⁵² “Há diversos casos em que regulação gera custos excessivos, eventualmente superiores aos benefícios dela decorrentes. Entre nós, por exemplo, a redação excessivamente abrangente da Instrução CVM nº 358/2002, ao enunciar exemplos de atos ou fatos “potencialmente relevantes” tem levado as companhias abertas a divulgarem como “fatos relevantes” matérias que não são capazes de gerar maiores impactos na cotação de suas ações, pelo temos de sofrerem processos sancionadores caso não o façam. Ora, a geração e a divulgação de informações tem um custo para as companhias, que pode ser superior aos benefícios, caso em que não se justifica a ação regulatória” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; Parente, Flávia; Henriques Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 18).

Com efeito, quanto à regulação do mercado de capitais propriamente dita, os objetivos da regulação devem ser a proteção dos investidores sem se esquecer da eficiência do mercado e da necessidade de manutenção de um ambiente confiável e estável para os negócios. Estes são os interesses públicos que justificam a regulação.

É que os investimentos no mercado de capitais envolvem a dissipação dos riscos para inúmeros investidores, tendo em vista que ali ocorre o investimento, por pequenos poupadores, em grandes empreendimentos, pois é possível que o empreendimento, organizado sob a forma de um dos veículos previstos em lei (sociedade anônima, fundo de investimento, entre outros), emita títulos, adquiridos pelos pequenos poupadores, que podem se tornar seus sócios ou credores.

Na verdade, com a evolução do mercado de capitais, evidencia-se mudança no perfil dos investidores: antes se tratava de um grupo seletivo de pessoas majoritariamente preocupadas somente em acumular fortunas para perpetuar sua riqueza e poder; agora, os grandes acionistas das empresas listadas nas bolsas de valores espalhadas pelo mundo são os trabalhadores comuns, que acumulam percentuais de seus salários em fundos de investimento e de planos de previdência complementar abertos ou fechados¹⁵³.

Nos dois casos (antes e atualmente) as decisões dos investidores se pautam pela análise do risco¹⁵⁴ e retorno que o ativo pode trazer. O segundo normalmente depende de complexos cálculos e estimativas da geração de valor por determinado

¹⁵³ “Ainda em 1970, um pequeno grupo de capitalistas controlava as maiores organizações de negócios. Nas empresas americanas típicas, as instituições financeiras, representando pequenos investidores, possuíam apenas 19% das ações, muito menos que a participação direta das pessoas físicas, a maioria delas pertencente ao grupo dos 1% mais ricos da população. Hoje, em contraste, os fundos de investimento e pensão são proprietários de mais da metade de todas as ações em circulação nos Estados Unidos. Com efeito, os 100 maiores gestores de dinheiro dos Estados Unidos, sozinhos, controlam 52% de todas as ações de empresas americanas” (DAVIS, Stephen. Os Novos Capitalistas. Rio de Janeiro: Elsevier – Campus, 2012, p. 4).

¹⁵⁴ “O conceito de risco é central para qualquer economia capitalista. O lucro recebido por aqueles que assumem riscos via investimentos diretos na economia real ou investimentos em carteiras ou portfólios é o economicamente equivalente ao retorno de outros grandes fatores de produção: salários como retorno do trabalho, aluguel como retorno do investimento em imóveis e juros como retorno da aplicação do capital. Assim, a regulação governamental distorce a oferta e alocação do capital de risco e deve ser justificada por externalidades econômicas um por juízos de valor não econômicos”. Tradução livre de: “The concept of risk is central to any capitalist economy. The profit received by those who assume risk through either direct business investments or portfolio investments is the economic equivalent of the return on other major factors of production: wages as a return of labor, rent as return on land, and interest as a return on capital. Accordingly, government regulation distorting the supply and allocation of venture capital must be justified by either economic externalities or noneconomic value judgments”. (The Regulation of Risky Investments Harvard Law Review Vol. 83, No. 3 (Jan., 1970), pp. 603-625).

ativo. Já o primeiro varia basicamente conforme a segurança que tal ativo oferece ao investidor. É certo que, quanto menor a segurança que a operação oferecer, maior retorno o investidor almejará.

Do ponto de vista do mercado de capitais, esta segurança provém, muitas vezes, da solidez das regras do jogo, ou seja, da maior ou menor certeza de que as regras básicas de transparência, governança e lealdade serão cumpridas. Quanto maior solidez e obediência às regras (tanto as inerentes ao mercado como as próprias regras de funcionamento das sociedades em geral) o mercado demonstrar, maior será o número de investidores interessados em aportar suas economias.

A existência de tais regras não significa, todavia, que haja conhecimento dos investidores quanto aos riscos assumidos¹⁵⁵. A grande maioria dos investidores não tem sequer capacidade¹⁵⁶ de compreender os riscos envolvidos, mesmo recebendo informações acerca dos títulos e valores mobiliários adquiridos.

Ademais, apesar de a regulação do mercado buscar segurança e transparência, ela não enseja a diminuição dos riscos financeiros inerentes aos investimentos¹⁵⁷. Portanto, o que a regulação combate são os riscos relacionados a condutas ilegais por parte dos agentes de mercado. Nas palavras de Eizirik, “os investidores devem poder acreditar que seus retornos em aplicações no mercado estarão razoavelmente relacionados aos riscos dos investimentos, que as

¹⁵⁵ O problema fundamental é que os investidores em activos financeiros terão que se preocupar com o comportamento dos promotores do projecto de investimento, uma vez que a sua remuneração depende muito da conduta destes. Surgem assim problemas de selecção adversa: a possibilidade de investir em empresas pouco competentes. Para além disso, existem problemas de risco moral, ou seja, as empresas utilizam os recursos obtidos de acordo com o seu interesse pessoal e não de acordo com o interesse do investidor. Podem, por exemplo, investir em projectos mais arriscados e com maior rendibilidade esperada, mas pondo em risco o cumprimento das suas obrigações para com o investidor. Acresce que os mercados de capitais, pelo facto de formarem preços, constituem uma fonte crucial de informação que ajuda a coordenar as decisões descentralizadas dos agentes económicos. Uma severa disfunção ou rotura dos mercados de capitais que provoque um afastamento dos preços dos activos dos seus valores fundamentais e um afastamento dos investidores do mercado poderá provocar significativos impactos em termos de bem-estar social. (DOS SANTOS, Fernando Teixeira. Avaliação Geral e Perspectivas de Regulação do Mercado de Capitais. A Regulação Financeira em Portugal num Mercado em Mudança – Centro Cultural de Belém, 15 e 16 de novembro de 2001).

¹⁵⁶ Com a alteração do perfil dos investidores e propagação dos investimentos para a coletividade, o homem médio se consolidou como sujeito das relações jurídicas desenvolvidas no mercado de capitais. Mesmo com todas as normas no sentido de fazer transparecer os riscos inerentes aos investimentos, há que se reconhecer a vulnerabilidade técnica e jurídica/científica do homem médio para a compreensão do mercado de capitais. O conceito de vulnerabilidade será desenvolvido quando se abordar a aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos fundos de investimento.

¹⁵⁷ E nem aumenta a taxa de retorno dos investidores, conforme se verifica em EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; Parente, Flávia; Henriques Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 19.

instituições atuantes apresentam integridade financeira, e que as informações providas pelas emissoras são verazes e fidedignas”¹⁵⁸.

De fato, a regulamentação dos mercados deve ocorrer “de modo a que exibam a maior transparência possível e permitam que se efectuem transacções minimizando o risco de incumprimento por um lado e, por outro, que os preços a que se realizam as transacções resultem do livre encontro da oferta e da procura”¹⁵⁹.

Aqui cabe trazer à baila a diferença entre regulamentação e regulação, conforme Di Pietro:

Regular significa estabelecer regras, independentemente de quem as dite, seja o Legislativo ou o Executivo, ainda que por meio de órgãos da Administração Direta ou entidades da Administração Indireta. Trata-se de vocábulo de sentido amplo que abrange, inclusive, a regulamentação, que tem um sentido mais estrito. Regulamentar significa também ditar regras jurídicas, porém, no Direito Brasileiro, como competência exclusiva do Poder Executivo. Perante a atual Constituição, o poder regulamentar é exclusivo do Chefe do Poder Executivo (art. 84, IV), não sendo incluído, no parágrafo único do mesmo dispositivo, entre as competências delegáveis¹⁶⁰.

Porém, o vocábulo ‘regulamentação’ também é usado por diversos autores como espécie de norma direcionada exclusivamente a executar os preceitos legais:

onde se estabelecem, alteram ou extinguem direitos não há regulamentos – há abuso do poder regulamentar, invasão da competência legislativa. O regulamento não é mais que auxiliar das leis, auxiliar que sói pretender, não raro, o lugar delas, mas sem que possa, com tal desenvoltura, justificar-se e lograr que o elevem à categoria de lei¹⁶¹

No mesmo sentido, ao comentar as consequências do alargamento do conceito de *insider trading*¹⁶² nas normas da CVM, Trindade observa que a norma

¹⁵⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; Parente, Flávia; Henriques Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 18.

¹⁵⁹ DOS SANTOS, Fernando Teixeira. Avaliação Geral e Perspectivas de Regulação do Mercado de Capitais. A Regulação Financeira em Portugal num Mercado em Mudança – Centro Cultural de Belém, 15 e 16 de novembro de 2001.

¹⁶⁰ DI PIETRO, Maria Sylvania. Parcerias na administração pública, 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002, p. 156.

¹⁶¹ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Comentários à Constituição de 1967 com a Emenda nº 1 de 1969, t. III, São Paulo, RT, 1970, p. 314.

¹⁶² “Em termos puramente doutrinários, ignorando-se portanto a legislação vigente em cada país, ‘insider’, em relação a determinada companhia, é toda a pessoa que, em virtude de fatos circunstanciais, tem acesso a “informações relevantes” relativas aos negócios e situação da companhia. Informações relevantes, doutrinariamente, são aquelas que podem influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores de vender, comprar ou reter esses valores. (...) ‘*Insider Trading*’ é qualquer operação realizada por um ‘insider’ com valores mobiliários de emissão da companhia, e em proveito próprio, pessoal. Convém que se esclareça, desde logo, que não constitui ilícito, em princípio, uma operação assim realizada pelo ‘insider’. Somente se a operação se revestir de determinadas características é

não pode ser interpretada de forma que a Comissão passe a proibir, *a priori*, determinadas negociações no mercado, haja vista seu caráter regulamentar¹⁶³.

Parece, todavia, mais adequado utilizar o vocábulo ‘regulação’ para tratar todas as formas de elaboração de normas e fiscalização de seu cumprimento pela CVM, excluindo-se, deste conceito, apenas o poder regulamentar do Chefe do Poder Executivo descrito pela ilustre professora Di Pietro. Os limites de tal regulação serão tratados em capítulo específico, a seguir.

3.2 Tipos de Regulação Normativa

Apesar de tal classificação estar de certa forma ultrapassada pela reformulação dos conceitos de regulação e de Estado que se verão a seguir, pode-se dizer, para fins didáticos, que a realização da atividade regulatória do ponto de vista normativo¹⁶⁴ pode se dar de três formas: a legal, a administrativa e a autorregulação.

A regulação legal é a emanada das leis, e se dá por meio da atuação do Poder Legislativo¹⁶⁵, majoritariamente exercido pelo Congresso Nacional¹⁶⁶, de acordo com a competência de exercer a função legislativa que lhe foi outorgada pela Constituição:

Art. 48. Cabe ao Congresso Nacional, com a sanção do Presidente da República, não exigida esta para o especificado nos arts. 49, 51 e 52, dispor sobre todas as matérias de competência da União, especialmente sobre:

que se constituirá ela um ilícito”. (PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do “*Insider Trading*”. Disponível em http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp. Acesso em 26/08/2014)

¹⁶³ “Entenda-se: a CVM, na forma do art. 8º, I, da Lei nº 6.385/1976, tem o poder de ‘regulamentar (...) as matérias expressamente previstas nesta Lei e na Lei de Sociedades por Ações’, mas não tem o poder de proibir previamente negociações que sejam inerentes (a que?) e operações realizadas no mercado. E por isso mesmo não o fez, limitando-se, corretamente, a estabelecer presunções *iures tantum*, que comportam prova em contrário, e atingindo apenas agentes que tenham indubioso acesso à informação, com a ciência de seu caráter privilegiado – como são chamados os *insiders primários* e os demais agentes a eles equiparados” (TRINDADE, Marcelo. Vedações à negociação de valores mobiliários por norma regulamentar: Interpretação e Legalidade, p. 464).

¹⁶⁴ “Foi visto, quando se tratou do conceito de regulação, que se trata de atividade que envolve competência estabelecer regras de conduta para fiscalizar, reprimir, punir, resolver conflitos. Não há dúvida de que fiscalização, repressão, punição são atividades administrativas que podem, sem qualquer problema, ser exercidas por órgãos administrativos integrantes da Administração Direta, ou por entidades públicas da Administração Indireta, como é o caso das agências. Trata-se de atividade típica a de polícia administrativa. A dúvida diz respeito à competência para baixar atos normativos” (DI PETRO, p. 50).

¹⁶⁵ Art. 2º. São Poderes da União, independentes e harmônicos entre si, o Legislativo, o Executivo e o Judiciário.

¹⁶⁶ Art. 44. O Poder Legislativo é exercido pelo Congresso Nacional, que se compõe da Câmara dos Deputados e do Senado Federal.

XIII - matéria financeira, cambial e monetária, instituições financeiras e suas operações;

Por emanar de competência atribuída constitucionalmente com base no princípio da legalidade e da separação de poderes¹⁶⁷, a regulação legal é a que maior legitimidade possui para impor normas à sociedade. Conforme ensina Di Pietro:

As duas ideias principais que servem de base para esse princípio [da legalidade] são, de um lado, a de que o único poder legítimo é o que resulta da vontade geral do povo, manifestada pela lei; acima dessa vontade nenhuma outra se coloca, nem mesmo a do monarca; de outro lado, a ideia de separação de poderes, que dá primazia ao poder Legislativo, colocando os dois outros sob a égide da lei¹⁶⁸.

Todavia, por resultar majoritariamente da atividade legislativa de poder da República e ter processo de elaboração e aprovação extremamente complexo e marcado pela atuação de agentes políticos¹⁶⁹, a regulação legal apresenta limitações, principalmente decorrentes da morosidade do processo político¹⁷⁰.

¹⁶⁷ “A liberdade política existe, conforme Montesquieu, quando ninguém pode ‘ser constrangido a fazer coisas que a lei não obrigue, ou a não fazer as que a lei permita’. Ora, ‘todo homem que tem Poder é levado a abusar dele, vai até encontrar os limites’. Por isso, necessária a divisão dos Poderes. Montesquieu constata que existem no Estado Três Poderes: o Legislativo, o Executivo e o Judiciário. Sua doutrina é pois tripartida. O Legislativo ‘faz as leis para algum tempo ou para sempre, e corrige ou ab-roga as que são feitas’. O Judiciário ‘pune os crimes e julga as demandas dos particulares’. E o Executivo, sendo o restante poder, exerce as demais funções do Estado; exerce a administração geral do Estado, constituindo-se por isso no executor das leis em geral”. (MONTESQUIEU. O espírito das leis. Introdução, tradução e notas de Pedro Vieira Mota, 2. Ed, São Paulo: Saraiva, 1992, p. 24).

¹⁶⁸ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. Discricionariedade administrativa na Constituição de 1988. São Paulo/SP: Atlas, 1991, p. 22.

¹⁶⁹ “Diante das necessidades impostas pelo mundo dos fatos, a lei foi perdendo lentamente sua função garantidora inicial. Inúmeras críticas lhe são dirigidas: são desprovidas de caráter geral, atendem casuísmos, são tecnicamente imperfeitas, refletem a ação de lobbies, restringem direitos protegidos por princípios etc. Em realidade, a situação histórica circundante impôs este revés à lei, a qual cai do pedestal de ‘manifestação da vontade geral’ para o de ‘manifestação da vontade política’”. (DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (Coord.). Direito Regulatório. Temas Polêmicos. Belo Horizonte: Fórum, 2003, p. 288).

¹⁷⁰ “Analisando as leis (em seu sentido formal), muito há a se observar em relação ao seu conceito no Estado Social. Primeiramente, rejeita-se a lei como produto de uma razão haurida pelo Parlamento, reconhecendo-a como produto de um jogo institucionalizado entre diversos interesses, pondo em causa os ideais de abstração e generalidade que, segundo o pensamento liberal, garantiriam seu conteúdo justo. A pluralidade de forças atuando no Parlamento (opondo-se a homogeneidade liberal-burguesa, assegurada pelo voto censitário) leva a se reconhecer a lei não mais como um instrumento de uma razão transcendente e sim como o produto de um consenso possível, à luz de determinadas circunstâncias” (GUIMARÃES, Bernardo Strobel. Da regulação como função de direito administrativo. 2007. Dissertação (Mestrado em Direito do Estado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2134/tde-25022008-155225>. Acesso em: 20/02/2014.

Com efeito, a regulação legal normalmente apresenta falhas no que se refere ao resultado técnico e ao dinamismo, no contexto do mundo globalizado, em certos setores da sociedade, principalmente os mercados pela sofisticação e rapidez, como o mercado financeiro.

Já a regulação administrativa é exercida pelo Poder Executivo (ou por entes descentralizados – pessoas jurídicas a ele subordinados, como as autarquias), em virtude de lei. Ela decorre da evolução da atuação estatal e do reconhecimento da insuficiência e ineficiência da lei, tal qual idealizada no seu sentido formal, em comparação com a alta especialização técnica e dinamismo das normas emanadas do Poder Executivo¹⁷¹ ¹⁷². Na regulação administrativa se inclui a outorga de competência ao Executivo ou aos entes descentralizados por ele definidos para fiscalizar e julgar irregularidades¹⁷³, mesmo que sujeitas à revisão pelo Judiciário.

Os problemas trazidos pelo exercício da atividade normativa por órgãos da Administração Pública são conhecidos e acaloradamente debatidos pelo Direito Administrativo¹⁷⁴, tendo em vista sua relação direta com a interpretação dos princípios da separação dos poderes e da legalidade.

Com efeito, a maioria da doutrina nega a possibilidade de autonomia normativa aos órgãos que exercem função executiva, salvo quando expressamente previsto na Constituição¹⁷⁵. É dizer: as normas administrativas se destinam tão somente a disciplinar a execução dos preceitos legais, sem impor diretos ou

¹⁷¹ “Esses encarregados da regulação administrativa, via de regra, possuem pessoal altamente especializado e profundo conhecimento técnico a respeito do setor regulado e, por não se sujeitarem às marras típicas do processo legislativo, possuem capacidade de ação rápida, indispensável à regulação adequada de setores vitais”. (SGARBI, Andre de Albuquerque. *A Regulação Transnacional de Sociedades*. BRANT, Leonardo Nemer Caldeira (coord.). *Direito Internacional Contemporâneo*. Curitiba: Juruá, 2011, p. 200).

¹⁷² “A par disso, as inovações negociais criadas pelos particulares no exercício da autonomia privada aumentam a complexidade dos problemas que requerem rápidas e eficientes respostas do legislador, por isso as agências ou atividades independentes aparecem como mecanismo adequado para a intervenção do Estado no setor” (SZTAJN, Raquel. *Conceito de liquidez na disciplina do mercado de valores imobiliários*. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, n. 126, nova série, 2002, p. 141).

¹⁷³ No caso do mercado de valores mobiliários, a CVM tem competência para julgar irregularidades cometidas no mercado: “A fim de dar maior eficácia à atuação da CVM, a Lei nº 6.385/76 atribui-lhe competência para apurar, julgar e punir irregularidades eventualmente cometidas no mercado”. (ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais*. São Paulo: RT, 2007, p. 162).

¹⁷⁴ “A doutrina brasileira peca pela multiplicidade de opiniões doutrinárias, a ponto de poder-se afirmar, sem medo de estar muito longe da verdade, que não existem dois autores com posicionamento muito próximos. Existe proximidade quanto à admissão ou negativa da função reguladora das agências. Mas não existe qualquer uniformidade quanto à fundamentação” (DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito regulatório: temas polêmicos*, p. 50).

¹⁷⁵ MELLO, Celso Antonio Bandeira. *Curso de Direito Administrativo*, 19ª edição. São Paulo: Malheiros, 2005, p. 317.

obrigações além dos determinados em lei, mesmo que sob pretexto de haver lacunas. Não haveria, segundo esta concepção, a possibilidade de delegação da função normativa, em razão do princípio da separação dos poderes. A delegação a tais órgãos só pode ocorrer, nesta visão, circunscrita à realização de atos de natureza meramente executória dos comandos legais.

Por isso, diz-se que a regulação administrativa carece de legitimidade¹⁷⁶. Como muitas vezes as normas emanadas dos órgãos que exercem função executiva trazem conteúdo obrigacional, segundo o entendimento da maioria da doutrina, tais normas estariam usurpando a competência do Poder Legislativo.

Nos dizeres de Alexandre de Moraes:

O objetivo inicial e principal da clássica separação das funções do Estado e distribuição entre órgãos autônomos e independentes, qual seja a finalidade de proteção das liberdades individuais contra o arbítrio de um governante onipotente, porém o Direito Constitucional contemporâneo, apesar de permanecer na tradicional linha da ideia de tripartição de poderes, já entende que esta fórmula, se interpretada com rigidez, torna-se inadequada para o Estado que assumiu a missão de fornecer a todo seu povo o bem estar, devendo, pois, separar as funções estatais dentro de um mecanismo de controles recíprocos, denominado 'freios e contrapesos' (*checks and balances*)¹⁷⁷.

Com efeito, para fins de explicar a reformulação do papel do Estado e o exercício do poder regulador, a doutrina mais moderna de direito administrativo propõe a releitura tanto do princípio da legalidade quando do princípio da separação dos poderes, sendo que o primeiro, da forma como concebido no contexto do Estado Liberal, é visto como um mito teórico¹⁷⁸.

¹⁷⁶ Apesar de haver vozes dissonantes da envergadura de Eros Grau, Marques Neto e Tácito, a esmagadora maioria comunga de tal entendimento: "No entanto, além de refutarem ou adaptarem o modelo adotado no plano da dogmática jurídica, os discursos no campo do Direito têm de enfrentar um problema central dentro da Teoria do Direito, qual seja, o problema das normas editadas e das decisões tomadas dentro deste novo *locus* de poder, constituído pelas agências reguladoras independentes". (MATTOS, Paulo Todescan Lessa. *Agências Reguladoras e Democracia*. FILHO, Calixto Salomão (coord.). *Regulação e Desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 187)

¹⁷⁷ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (Coord.). *Direito Regulatório. Temas Polêmicos*. Belo Horizonte: Fórum, 2003, p. 360.

¹⁷⁸ Em estudo aprofundado acerca da evolução do Direito Administrativo no Direito Comparado, principalmente italiano, Andrade expõe que "segundo parte da doutrina, mesmo nessa época a clássica teoria da lei como regente de toda a atividade administrativa não correspondia à realidade em nenhum dos ordenamentos positivos então vigentes. Noutras palavras, configurava ilusão imaginar que toda a atividade administrativa pode ser encerrada na lei" e cita GIANNINI, *Diritto Amministrativo*, v. primo, p.88: *È difficile poter dire se questa rigorosa concezione del principio de legalita abbia avuto una autentica vigenza* e CORSO, *La giustizia amministrativa*, p. 15: *Tutto ciò non deve far credere che l'attività amministrativa sai tutlla contenuta nella legge. Un'illusione del genere è recorrente: l'illusione di u'amministrazione atomatica che esegua puramente e semplicemente il dettato dela legge. In realtà la legge affida spesso all'amministrazione la scelta; e la affida perché*

A nova forma de atuar do Estado parece ser uma realidade da qual não se pode fugir. A insistência na tese de que a regulação serve tão somente para executar os preceitos legais não encontra mais respaldo na realidade.

Nesta seara, cumpre mencionar com detalhes as questões relacionadas ao poder normativo das agências reguladoras, haja vista a CVM ter sido erigida a tal *status* quando da última alteração legislativa da lei que a criou, conforme será verificado.

É que o surgimento das agências reguladoras e o reconhecimento de sua função normativa advêm, não só da evolução histórica do papel do Estado e da releitura dos princípios da legalidade e da separação dos poderes, mas também da descentralização administrativa inspirada no Direito Estadunidense.

O fenômeno da descentralização administrativa¹⁷⁹ é uma demonstração da alteração da atuação estatal: em vez de atuar diretamente, o Estado transfere aos entes da Administração Indireta a tarefa precípua de fiscalização e controle da atividade do particular sob o prisma do interesse público, mediante utilização da regulação.

Em razão desta nova atitude em relação à atividade econômica, é preciso que haja a criação de entes dotados de capacidade técnica e autonomia para realizar o controle e a fiscalização necessários, com propriedade. Esses entes são as Agências Reguladoras. Nas palavras de Andrade:

manifestação explícita deste fenômeno é o surgimento da autoridade independente, também denominada, no direito brasileiro, agência reguladora: constitui organismo administrativo, independente no mais das vezes do poder central, com autônoma competência técnica para regulamentar e controlar a prestação dos serviços públicos pelos privados”.¹⁸⁰

É importante salientar que a descentralização administrativa não importa também a descentralização governamental. Os Poderes Políticos continuam centralizados e continuam a incorporar o sistema político, a organização política do

questa scelta, legata com'è ala situazione di fato e alle circonze di fato, non può essere operata a livello legislativo.

¹⁷⁹ “Nessa linha, a descentralização administrativa significa a transferência de poderes de decisão em matérias específicas a entes dotados de personalidade jurídica própria. Tais entes realizam, em nome próprio, atividades em que, a princípio, tem as mesmas características e os mesmos efeitos das atividades administrativas estatais. A descentralização administrativa implica, assim, a transferência de atividade decisória e não meramente administrativa” (MEDAUAR, Odete. Direito Administrativo Moderno, 5ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2001, p. 62).

¹⁸⁰ Direito Constitucional, 9ª ed. São Paulo: Atlas, 2001, p. 276.

Estado. Neste sentido, a centralização governamental e a descentralização administrativa¹⁸¹ encerram a nova leitura da atuação do Estado: a organização governamental do Estado continua consubstanciada na Separação dos Poderes; porém, para fins de melhor atuar nas diversas áreas da economia de forma mais eficiente, garantindo o provimento ao cidadão dos serviços básicos de qualidade e cumprimento do interesse público, a administração se fragmenta e descentraliza.

Reformula-se, pois, o entendimento da divisão dos poderes¹⁸². Se antes a função regulatória era exclusivamente atribuída ao Poder Legislativo (editar as leis), agora entende-se que a normatização não é função precípua de um ou outro poder do Estado, mas de todos eles. Isto porque a regulação conjuga vários tipos de poderes emanados do Estado, conforme anota Vital Moreira¹⁸³:

É por a regulação poder conjugar estes três tipos de poderes – um poder normativo, um poder executivo e um poder parajudicial – que a doutrina norte-americana refere as ‘comissões reguladoras independentes’ como um concentrado dos três poderes típicos do Estado (legislativo, executivo e judicial).

É dizer, como diz Moraes, que: “a moderna Separação dos Poderes mantém a centralização governamental nos Poderes Políticos – Executivo e Legislativo -, que deverão fixar os preceitos básicos, as metas e as finalidades da Administração Pública, porém, exige maior *descentralização administrativa*, para consecução desses objetivos”¹⁸⁴.

Com este raciocínio, a atuação dos Poderes Políticos, principalmente o Poder Legislativo, passa a se aproximar do Direito Norte-Americano¹⁸⁵: na elaboração e

¹⁸¹ “Nesse contexto, o Direito brasileiro incorporou, principalmente do direito norte americano, a ideia de descentralização administrativa na prestação dos serviços públicos e consequente gerenciamento e fiscalização pelas agências reguladoras. Assim, entendemos que as Agências Reguladoras poderão receber do Poder Legislativo, por meio de lei de iniciativa do Poder Executivo, uma delegação para exercer seu poder normativo de regulação, competindo ao Congresso Nacional a fixação das finalidades, dos objetivos básicos e da estrutura das agências, bem como fiscalização de suas atividades” (MORAES, Alexandre. Agências Reguladoras. P. 20).

¹⁸² Conforme defendido por Grau, todas as três funções (administrativa, normativa e jurisdicional) estão presentes nos ramos do Estado, os três Poderes (Executivo, Legislativo e Judiciário). A competência normativa, portanto, está no Estado e não se concentra em um ramo exclusivamente, podendo o Executivo exercer a função normativa. (O Direito posto e o Direito Pressuposto. p. 167-190).

¹⁸³ Auto-regulação profissional e Administração Pública. Coimbra: Almedina, 1997, pp.36-37.

¹⁸⁴ Direito Constitucional, 9ª ed. São Paulo: Atlas, 2001, p. 19.

¹⁸⁵ “Neste contexto, o Direito Brasileiro incorporou, principalmente do Direito norte-americano, a ideia de descentralização administrativa na prestação de serviços públicos e consequente gerenciamento e fiscalização pelas Agências Reguladoras” (MORAES, Alexandre de. Agências Reguladoras, p. 20).

edição das leis, passa a ditar *standards*, que são os parâmetros que servem de base para atuação das Agências Reguladoras.

A função de regular, portanto, segundo este entendimento, passou a ter uma dimensão maior, não só de complementar o preceito descrito em lei, mas de realizar a atividade outrora reservada à lei: estabelecer normas de conduta aos agentes do mercado quando não houver lei que o faça. Tal função, portanto, passa a ser atribuída a todos os Poderes, não só ao Legislativo¹⁸⁶, ou seja, ao Estado como um todo^{187 188}.

Isso não significa, todavia, que a atuação das agências é ilimitada. Pelo contrário. Os limites estão estabelecidos nas leis de criação e fixação de competências das agências reguladoras e em outras leis que se apliquem à matéria. É preciso, pois, que a lei estabeleça as políticas públicas que deseja implementar, bem como determine a criação da agência e suas competências. Ao contrário do que se poderia imaginar, portanto, o princípio da legalidade resta fortalecido por sua reformulação¹⁸⁹, entendido como a sujeição da agência à lei que determinou não só sua criação e atuação como também os limites.

Noutras palavras, continua havendo a necessidade de lei para realizar a transferência do poder regulador para as Agências Reguladoras. É imprescindível,

¹⁸⁶ Da mesma forma com relação à sanção das condutas, que não é mais atribuição exclusiva do Poder Judiciário.

¹⁸⁷ Este processo de explosão fica, à primeira vista, canalizado e controlado pelo Estado. É o Estado que aceita renunciar a certas prerrogativas de soberania em favor de organizações internacionais; é por sua iniciativa que certos poderes serão delegados a entidades autônomas; é sempre ele quem decide criar, em seu seio, as autoridades reguladoras independentes". Tradução livre de: "Ce processus d'éclatement reste à première vue canalisé et contrôlé par l'État : c'est l'État qui accepte de renoncer à certaines prérogatives de souveraineté au profit d'organisations internationales ; c'est à son initiative que certaines attributions vont se trouver déléguées à des entités autonomes ; c'est toujours lui qui décide de créer en son sein des autorités de régulation indépendantes" (CHEVALLIER, Jacques. La régulation juridique en question, *Droit et société* 3/ 2001 (n°49), p. 827-846. Disponível em www.cairn.info/revue-droit-et-societe-2001-3-page-827.htm).

¹⁸⁸ Em sentido diametralmente oposto, Di Pietro: "o que as agências não podem fazer, porque falta o indispensável fundamento constitucional, é baixar regras de conduta, unilateralmente, inovando na ordem jurídica, afetando direitos individuais, substituindo-se ao legislador. Esse óbice constituiu um mínimo indispensável para preservar o princípio da legalidade e o princípio da segurança jurídica. Principalmente, não podem as agências baixar normas que afetem os direitos individuais, impondo deveres, obrigações, penalidades, ou mesmo outorgando benefícios, sem previsão em lei. Trata-se de matéria de reserva de lei, consoante decorre do artigo 5º, inciso II, da Constituição. Não se pode deixar de lembrar que a proteção dos direitos individuais frente ao Estado constitui a própria razão de ser da construção do princípio da legalidade, sem o qual não existe o Estado de Direito" (DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (Coord.). *Direito Regulatório. Temas Polêmicos*. Belo Horizonte: Fórum, 2003, pp. 58 e 59).

¹⁸⁹ Do mesmo modo que o conceito de regulação evoluiu ao longo dos tempos para se adaptar ao novo contexto histórico, pode-se dizer que o princípio da legalidade também se reformulou. Para mais informações, ver DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (Coord.). *Direito Regulatório. Temas Polêmicos*. Belo Horizonte: Fórum, 2003, p. 38 a 50.

outrossim, que a transferência especifique o âmbito de competência das Agências, que só poderão atuar dentro das normas definidoras de suas funções. O que ocorre é que a lei fixa parâmetros e determina, assim, o âmbito e os limites da atuação da Agência, que passa a ter, portanto, poder para regular e fiscalizar atividades econômicas determinadas, nos limites, da forma e com os objetivos determinados pela lei¹⁹⁰.

Neste contexto, emerge ponto crucial de discussão da questão: a inovação por parte das Agências. Com o novo entendimento acerca da função do legislador e, principalmente, sobre o novo conteúdo dos dispositivos legais, que serão recheados de “parâmetros básicos, na forma de conceitos genéricos”¹⁹¹, ou seja, de preceitos mais fluidos e abertos, é preciso avaliar detidamente o que se entenderia por inovar. De antemão, o que se entendia por inovação sob o paradigma anterior, de atribuição exclusiva da função normativa ao Poder Legislativo, deverá sofrer evolução correlata àquela verificada para os demais conceitos.

Segundo definição do dicionário¹⁹²: inovar é “(*lat innovare*) **vtd** 1 Fazer inovações, introduzir novidades em (leis, costumes, artes etc.). 2 Produzir algo novo, encontrar novo processo, renovar: *Inovar a execução de um trabalho*. 3 Introduzir (palavras) pela primeira vez em uma língua”.

A inovação legislativa, portanto, seria o ato de introduzir novidade na ordem jurídica. A novidade, por sua vez, é definida pelo vernáculo como aquilo que se vê pela primeira vez¹⁹³.

Partindo para uma interpretação literal da proibição de inovação legislativa pelas Agências Reguladoras, portanto, seria defeso a elas estabelecer novos conceitos ou qualquer novidade: tudo aquilo a ser visto, pela primeira vez, na ordem jurídica, deveria advir de lei. Para os que entendem que a função regulatória é exclusiva do Poder Legislativo e que ao Poder Executivo cumpre somente editar

¹⁹⁰ Aqui, entendemos pertinente a citação de MORAES acerca da colocação de Diogo de Figueiredo Moreira Neto: “É claro que as agências não possuem um cheque em branco para agir como bem entendem, divorciadas do princípio da legalidade, eis que vinculadas a este princípio por submissão aos comandos legais voltados para a administração pública direta e indireta” (MORAES, Alexandre de. Agências Reguladoras, p. 22).

¹⁹¹ Ainda MORAES, Alexandre de. Agências Reguladoras, p. 21.

¹⁹² Disponível em http://michaelis.uol.com.br/moderno/portugues/definicao/inovar%20_984092.html, acesso em 20/03/2014.

¹⁹³ Disponível em <http://michaelis.uol.com.br/moderno/portugues/index.php?lingua=portugues-portugues&palavra=novidade>, acesso em 20/03/2014.

regulamentos no sentido de executar os preceitos legais, parece que a introdução de novidades na ordem jurídica é rechaçada.

Porém, essa interpretação pode acabar por implodir todo o sistema de eficiência construído mediante interação entre a centralização governamental e descentralização administrativa. Isto porque, em face da complexidade das relações desenvolvidas no âmbito das atividades econômicas, uma das características que confere efetividade ao sistema é a autonomia das Agências, que advém da construção de que a lei confere os parâmetros e os conceitos genéricos; à Administração caberá o estabelecimento das regras específicas, que não podem contradizer os parâmetros legais.

Assim, se dentro dos limites ditados pela lei e de acordo com os parâmetros e conceitos por ela estabelecidos, reconhece-se a possibilidade de estabelecimento de regras inovadoras pelas Agências¹⁹⁴. Esta é a base do tema central deste trabalho, na medida em que serão analisados os limites de atuação da CVM na regulação dos fundos de investimento em razão da sua condição de agência reguladora e, portanto, integrante da Administração Pública (do Poder Executivo).

Por fim, a autorregulação consiste na atuação dos próprios agentes do mercado como órgãos reguladores¹⁹⁵, uma vez que a definição das regras e sanções, bem como a fiscalização de seu cumprimento, são realizadas por entidades ligadas aos próprios destinatários das normas. Cabe salientar que há

¹⁹⁴ “Igualmente, as agências reguladoras não poderão, no exercício de seu poder normativo, inovar primariamente na ordem jurídica – ou seja, regulamentar matéria para a qual inexistia um prévio conceito genérico em sua lei instituidora (*standards*) –; tampouco poderão criar ou aplicar sanções não previstas em lei” (MORAES, Alexandre de. *Agências Reguladoras*, p. 22).

¹⁹⁵ O conceito de autorregulação é amplo (conforme nota nº 30) sendo certo que, aqui, buscamos trazê-lo à realidade do mercado de capitais com a simplificação demandada pelos limites do presente trabalho. Cabe salientar, todavia, que recentes estudos sobre autorregulação rejeitam a tese de identidade entre regulador e regulado como caracterizadora da relação, haja vista o desenvolvimento do mercado e seus objetivos: “O fato é que, com a desmutualização, as bolsas se distanciaram do conceito estrutural de associação profissional de corretores. É nesse aspecto que se evidencia que a autorregulação é do mercado e não mais de uma determinada classe de profissionais. Tanto que em alguns países há a desintermediação, no sentido de prescindir da atividade do intermediário nas negociações bursáteis. O objetivo da autorregulação, muito mais do que simplesmente aprimorar as práticas de intermediação, é preservar a integridade do mercado de forma que sejam mantidas as condições necessárias para a justa formação do preço dos ativos nele negociados. Com o aprimoramento dos mecanismos de governança corporativa para coordenação e tratamento de conflitos de interesse, a institucionalização da autorregulação tem se distanciado, cada vez mais, da identidade entre regulador e regulado, que outrora permeava o conceito de autorregulação” (CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Teoria palco-platéia: a interação entre regulação e autorregulação do mercado de bolsa*. 2010. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010, p. 79. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-25082011-111452/>. Acesso em 20/03/2014).

situações em que tal adesão é voluntária; em outros, é imperativa¹⁹⁶. Merece destaque a Instrução CVM nº 461/2007, que normatiza a autorregulação dos mercados organizados de valores mobiliários.

As limitações e problemas da autorregulação estão intrinsecamente relacionados às suas virtudes e tem, como pano de fundo, o exercício da função regulatória pelos próprios destinatários das normas. Se, por um lado, a forma de sua elaboração pelos próprios agentes do mercado propicia alto grau de tecnicidade e amplitude adequada aos destinatários, a imposição de sanções é improvável, tendo em vista a inexistência do poder estatal coercitivo.

Em verdade, as três espécies aqui descritas estão contidas no conceito de 'regulação' e convivem no Ordenamento Jurídico Brasileiro. Entende-se que todas são necessárias e desempenham papéis importantes na sua esfera de abrangência. É como se, nas palavras de Di Pietro, houvesse diversas fontes de regulação, cuja hierarquia é determinada pela Constituição:

Embora se reconheça a pluralidade de fontes (estatal, infra-estatal e supra estatal), a hierarquia das mesmas deve ser observada em consonância com o ordenamento constitucional de cada país, podendo-se afirmar que, no topo, o direito estatal sobre o infra e o supra estatal; e internamente, prevalece a lei sobre os atos normativos da Administração Pública¹⁹⁷

3.3 A Regulação do Mercado de Capitais Brasileiro

3.3.1 Visão Geral do Sistema Financeiro Nacional

A análise da regulação no mercado de capitais brasileiro requer, em primeiro lugar, o exame do disposto no texto constitucional.

É que se verificou, após a Segunda Guerra Mundial, com o fortalecimento do Estado do Bem Estar, cujo papel era fortemente calcado no provimento das

¹⁹⁶ Em alguns casos, a aderência se faz imperativa para a entrada ou sobrevivência em determinado mercado. É o caso da Instrução CVM 461, que impõe normas aos agentes que desejarem se tornar autorreguladores do mercado de capitais. Esta é a denominada autorregulação de base legal ou pública. Segundo Vital MOREIRA, "existem várias modalidades de auto-regulação, consoante a sua natureza mais ou menos provada e voluntária ou oficial e legalmente imposta. Trata-se de uma questão de grau, podendo haver formas híbridas ou intermediárias, entre um formato totalmente livre e voluntário e um formato totalmente imposto pelo e configurado pelo Estado" ("Auto Regulação Profissional e Administração Pública. Coimbra, Almedina, 1997, p. 78).

¹⁹⁷ Direito Regulatório: temas polêmicos, p. 49.

necessidades dos cidadãos, a assunção, pela Constituição, do papel mais destacado na ordem jurídica, denominado pela doutrina como fenômeno de constitucionalização do Direito. Desde este momento, as Constituições evoluíram no sentido de procurar representar os interesses da pluralidade dos cidadãos, inclusive considerando as minorias e as diferenças de classe, no que a doutrina especializada denomina Estado Pluriclasse¹⁹⁸. Este, caracterizado pela abertura à participação das diversas classes sociais nos assuntos do Estado, gera também alteração da expressão interesse público¹⁹⁹, antes uno; agora é composto pelos interesses das várias classes que integram o Estado^{200 201}.

Neste mesmo contexto, há o enfraquecimento da lei em sentido estrito, com a Constituição exercendo o papel de harmonizar o Ordenamento Jurídico²⁰², passando a ser o arcabouço dos princípios jurídicos, o que acarreta sua positivação. O texto constitucional traz princípios abertos, que tem a função de guiar não apenas o conteúdo das leis, mas a sua interpretação. Passam a conviver, no texto

¹⁹⁸ “Foi, portanto, como resposta e adaptação à sociedade *pluralista*, em termos de interesse, e *poliárquica*, em termos de poder, que se desenvolveu o Estado Pluriclasse, sucedendo ao estado Monoclasse, em que o Poder Público era exercido em representação e em benefício dos interesses de uma fração hegemônica da sociedade. A formação do Estado Pluriclasse, na visão de MASSIMO SEVERO GIANNINI, se deu porque os próprios Parlamentos passaram a refletir o pluralismo dos interesses da sociedade, deixando, pouco a pouco, de ser representação de uma ou duas classe para sê-lo de todas as categorias de interesses em intercurso na sociedade”. NETO, Diogo de Figueiredo Moreira. *Administração Pública no Estado Contemporâneo – Eficiência e Controle*. Pp. 23 e 24, Disponível em <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/176099/000475964.pdf?sequence=3>, acesso em 27/08/2014.

¹⁹⁹ Segundo CASSESE (Fortuna e decadenza della nozione di Stato. *In*: SCRITTI in Onore di Massimo Severo Giannini, v. I, p. 100-101) os vários interesses públicos das várias classes do Estado Pluriclasse geram a necessidade de alteração da forma de atuação do Estado: *Chi voglia rendersi conto dell'assetto attuale dei poteri pubblici, deve partire da quel tornante fondamentale che è l'allargamento della base elettorale. Esso ha dato luogo agli "Stati pluriclasse", nei quali tutte le classi sociali trovano rappresentanza in Parlamento. A questo punto, si produce un cambiamento fondamentale. [...] Ora, con l'allargamento del suffragio, tutti gli interessi sono suscetibili di diventare interessi pubblici. [...] E poiché molti di questi interessi sono in conflitto tra di loro, il conflitto si riproduce nei poteri pubblici. I conflitti sociali*

²⁰⁰ “Ocorre, assim, uma nova e rica forma de limitação do exercício indiscriminado da coação pelo Estado. O que, no distante passado, se superou pela religião; no Estado Liberal, pela legalidade; no Estado Democrático, pela legitimidade, agora, no Estado Pluriclasse Democrático e de Direito, se alcança em acréscimo pela participação e pelo consenso”. (NETO, Diogo de Figueiredo Moreira. *Administração Pública Consensual*. Carta Mensal, vol. 42, nº.500. Rio de Janeiro: CNC, 1996. p. 67).

²⁰¹ NETO, Diogo de Figueiredo Moreira. *Uma Avaliação das Tendências Contemporâneas do Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 226.

²⁰² “A assunção deste papel fundamental pela Constituição – que passa agora a ser o centro do direito – é corroborada pelo enfraquecimento da lei no Estado pluriclasse, que conhece o fenômeno da inflação legislativa, com o legislador operando em escala industrial, o que acarreta a denominada crise das leis. Com isso, o único fator capaz de evitar a anarquia jurídica e permitir a harmonização e sistematização normativa é a Constituição, ponto de referência e unidade do sistema jurídico”. (ANDRADE, Erico. *O mandato de segurança: a busca da verdadeira especialidade (proposta de reeleitura à luz da instrumentalidade do processo)*. Rio de Janeiro, Lumen Juris, 2010, p. 223).

constitucional, princípios variados, representativos das demandas das diversas classes do Estado, de maior e menor envergadura²⁰³; o resultado é que a disciplina do Direito Administrativo passou a emanar da Constituição²⁰⁴. A doutrina chega a mencionar, inclusive, a confusão deste com o Direito Constitucional²⁰⁵.

Cabe avaliar, então, os ditames constitucionais a respeito da ordem econômica.

O ambiente livre para a atuação dos empreendedores é garantida pelo princípio constitucional da livre iniciativa, consubstanciado pelos artigos 170 e 173 da Constituição Federal²⁰⁶, segundo o qual o exercício de atividade econômica deve ser assegurado a todos, mas o Estado somente deve atuar diretamente em casos de segurança nacional e interesse coletivo.

Lado outro, conforme disposto no artigo 174, o Estado é agente normativo e regulador da atividade econômica, responsável por definir as regras do jogo:

Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

É dizer: segundo as regras constitucionais, o Estado não exerce diretamente a atividade econômica, mas deve regulá-la de forma a garantir a preponderância dos

²⁰³ “Em todo e qualquer documento constitucional, como em toda e qualquer lei, podem distinguir-se preceitos de importância fundamental e preceitos menos importantes” (BACHOF, Normas Constitucionais inconstitucionais? p. 34).

²⁰⁴ Citado por Caio Tácito, BARTHÉLEMY leciona que “É no direito constitucional que estão os títulos dos capítulos de direito administrativo; um é prefácio do outro” (TÁCITO, Caio. Temas de Direito Público, 3º Volume. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 8).

²⁰⁵ “O amplo acolhimento dos princípios na Constituição, como não poderia deixar de ser, importa na constitucionalização de leque de princípios que regem a atividade estatal, administrativa. A partir de então, toda a disciplina da Administração deve ser extraída, antes de tudo, da própria Constituição. Avizinham-se direito constitucional e administrativo e se expandem em direção à Constituição e com esta se misturam, de modo, inclusive, a tornar difícil a distinção entre os dois campos”. (ANDRADE, Erico. O mandado de segurança: a busca da verdadeira especialidade (proposta de releitura à luz da instrumentalidade do processo). Rio de Janeiro, Lumen Juris, 2010, p. 229).

²⁰⁶ “Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: I - soberania nacional; II - propriedade privada; III - função social da propriedade; IV - livre concorrência; V - defesa do consumidor; VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; VII - redução das desigualdades regionais e sociais; VIII - busca do pleno emprego; IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei”.

“Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei”.

interesses coletivos. Com efeito, a liberdade de iniciativa é limitada, na medida em que sua realização se dá em nome do interesse público e social, ou seja, com finalidade de realização do bem comum:

Todas as atividades, inclusive aquelas até então desenvolvidas pelo Estado, são assumidas pelos particulares, mas assejuntadas a controle intenso e contínuo, com a finalidade de conduzir os particulares a atingir resultados necessários ao bem comum²⁰⁷.

É de se lembrar que os valores elencados no artigo 170 da Constituição Federal, dentre outros princípios estampados no texto constitucional, representam a finalidade da atuação do Estado como órgão regulador, ou seja, os objetivos²⁰⁸ que legitimam a intervenção do Estado nas atividades econômicas.

Segundo Mosquera, os princípios jurídicos do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais²⁰⁹ advém do disposto no artigo 192 da Constituição Federal²¹⁰, em conjunto com as leis complementares e comandos normativos atinentes à matéria, e são cinco: princípio da proteção da mobilização da poupança nacional, princípio da proteção da economia popular, princípio da proteção da estabilidade da entidade financeira, princípio da proteção do sigilo bancário e princípio da proteção da transparência das informações.

O mercado de capitais brasileiro é, assim, regulado por um sistema normativo que tem origem nos preceitos constitucionais acima citados, mormente o artigo 192²¹¹, que determina a regulação de seu funcionamento por meio de lei

²⁰⁷ JUSTEN FILHO, MARÇAL. O Direito das Agências Reguladoras Independentes, São Paulo: Dialética, 2002, p. 28.

²⁰⁸ “Esse sistema, de acordo com a Carta Magna, deve necessariamente preencher um objetivo, ‘de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do país e servir aos interesses da coletividade’. Sob esse aspecto, poderá ser inconstitucional qualquer eventual norma da futura lei complementar reguladora do artigo 192 que deixar se apresentar-se harmônica com tal finalidade”. (VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Bancos Centrais no Direito Comparado. O Sistema Financeiro Nacional e o Banco Central do Brasil. São Paulo: Malheiros, 2005, p. 141).

²⁰⁹ “Portanto, identificadas as noções básicas do mercado financeiro e de capitais, podemos definir o direito do mercado financeiro e de capitais como o conjunto de prescrições jurídicas que disciplinam as operações intersubjetivas realizadas nestes mercados. O Direito houve por bem regrar as condutas humanas que se realizam no mercado de crédito e no mercado de valores mobiliários, com o fim específico de viabilizar a realidade econômica que se revela em tais atividades, qual seja, a mobilização da poupança. (MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os Princípios informadores do Mercado Financeiro e de Capitais. In Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais, p. 261).

²¹⁰ Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.

²¹¹ Apesar dos entendimentos dissonantes, parece sólida a posição de Mosquera de que o artigo 192 disciplina de fato o Sistema Financeiro Nacional, determinando sua regulação por leis

complementar. É de se ressaltar que a Lei nº 4.595/1974, anterior à promulgação da Constituição foi, segundo entendimento do Supremo Tribunal Federal²¹², recepcionada como lei complementar. Com relação à Lei nº 4.378/1976 e à Lei nº 6.385/1976, a doutrina entende que também foram recepcionadas com status de lei complementar²¹³.

Além dos princípios e normas constitucionais, bem como das leis acima citadas, o regime jurídico do mercado de valores mobiliários é grandemente composto de regras de caráter infralegal, decorrentes da regulação administrativa, que regem o mercado de capitais, quais sejam: as resoluções do Conselho Monetário Nacional, as Circulares e as Carta-Circulares do Banco Central do Brasil, bem como as Deliberações, as Instruções, os Pareceres de Orientação, os demais Pareces, as Notas Explicativas e os Atos Declaratórios da Comissão de Valores Mobiliários²¹⁴.

Estas normas de regulação do mercado financeiro e de capitais emanam do órgão normativo, que é o Conselho Monetário Nacional²¹⁵, das entidades supervisoras, que são o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários e dos operadores, que são as instituições financeiras, os bancos de câmbio, as bolsas de mercadorias e futuros, as bolsas de valores e outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros²¹⁶.

complementares.

²¹² STF, Primeira Turma. MS nº 21729, Rel. Ministro Marco Aurélio. DJU n. 190, de 19.10.2001.

²¹³ “Neste particular, é entendimento pacífico que as leis promulgadas ao tempo do sistema constitucional anterior à Carta Republicana de 1988, que disciplinaram o “Sistema Financeiro Nacional”, devem ser consideradas, pelo novo sistema constitucional, como Leis Complementares em seu sentido material. Assim, as normas que porventura tratem dos assuntos delineados no artigo 192 da Constituição Federal devem ser consideradas Leis Complementares, pelo princípio da recepção: o novo sistema constitucional as recepcionou como se leis complementares fossem, uma vez que o conteúdo normativo dessas regras trata de matéria de lei complementar (MOSQUERA, Roberto Mosquera. Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais; São Paulo: Dialética, 1999, p. 31).

²¹⁴ Interessa-nos particularmente, para fins deste trabalho, os atos emanados da Comissão de Valores Mobiliários. Em princípio, as deliberações objetivam compilar os atos do Colegiado da CVM; as Instruções objetivam regulamentar as matérias previstas nas leis complementares atinentes à matéria; os Pareceres de Orientação visam a orientar e veicular opiniões da CVM acerca de determinadas matérias sobre a interpretação das normas, os Pareceres são as respostas às perguntas formuladas diretamente pelos agentes de mercado à CVM; as Notas Explicativas objetivam dar publicidade às demandas da CVM em face do Conselho Monetário Nacional e às razões que justificam a edição de instruções e os Atos Declaratórios, como advém da denominação, objetivam declarar a existência de direitos.

²¹⁵ Vinculado ao Ministério da Fazenda, é composto pelo ministro da Fazenda, que o preside, pelo ministro do Planejamento e pelo presidente do Banco Central do Brasil.

²¹⁶ <http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP>, acesso em 20/02/2014. Cabe salientar que há outros órgãos normativos, entidades supervisoras e operadores nos mercados de seguros, capitalização e previdência aberta que são, respectivamente: o Conselho Nacional de Seguros Privados, a Superintendência de Seguros Privados – SUSEP e como operadores os resseguradores, as

Como órgão normativo do Sistema Financeiro Nacional, cabe ao Conselho Monetário Nacional deliberar e normatizar acerca da política cambial, das operações de crédito, da taxa de juros e dos depósitos compulsórios, além de fiscalizar o funcionamento das entidades cujas atividades estejam sujeitas à Lei nº 4.595/1964, impondo limites à sua alavancagem e aplicando penalidades para o descumprimento das normas²¹⁷.

Como entidades supervisoras, temos o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários. As diferenças entre as funções de cada uma das entidades supervisoras são apontadas por Yazbek:

Se o CMN é entidade deliberativa e normativa por definição, cabe ao BCB e à CVM realizar, sobretudo, os atos de execução das regras e políticas por ele definidas, dentro de suas respectivas esferas de competência. Grosso modo, pode-se afirmar que o BCB é competente para a regulação das atividades bancárias e creditícias, quanto a CVM incumbe-se da regulação o mercado de valores mobiliários (conforme aquela clássica e hoje em parte superada divisão entre mercado bancário e mercado de capitais)²¹⁸.

Em razão do objeto deste trabalho ser o papel da Comissão de Valores Mobiliários e não o do Banco Central do Brasil, será feita uma análise detalhada apenas da primeira²¹⁹.

3.3.2 A Comissão de Valores Mobiliários

No texto original do artigo 5º da Lei nº 6.385/1976, a Comissão de Valores Mobiliários foi instituída como autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda para a regulação do mercado de valores mobiliários. Posteriormente, com a

sociedades seguradoras, as sociedades de capitalização e as entidades abertas de previdência complementar. Por fim, regulam o mercado de previdência complementar o Conselho Nacional de Previdência Complementar, a Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC e os fundos de pensão.

²¹⁷ Estas são apenas algumas das competências do Conselho Monetário Nacional, que estão detalhadamente descritas no art. 4º da Lei nº 4.595/1964 e no art. 3º da Lei nº 6.385/76.

²¹⁸ YAZBEK, Otávio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo, Campus Jurídico, 2010, p. 200.

²¹⁹ Todavia, não se deixar de anotar que, no regime da Lei nº 4.785/1965, era o Banco Central do Brasil quem detinha a competência para exercer as funções de órgão regulador do mercado de capitais. Portanto, até edição a Lei nº 6.385/1976, o Banco Central do Brasil era o órgão supervisor. Após a edição desta, houve a distribuição da competência regulatória do mercado entre o Banco Central do Brasil (mercado financeiro e creditício) e a Comissão de Valores Mobiliários (mercado de capitais).

alteração realizada ao referido artigo pela Lei nº 10.411/2002, a comissão foi elevada à entidade autárquica em regime especial²²⁰.

A Comissão de Valores Mobiliários é, pois, enquanto autarquia, ente descentralizado da Administração Pública. Mais do que isso, ela se enquadra no conceito de Agência Reguladora, na medida em que detém autonomia para o exercício das funções regulatórias, exercidas por um Colegiado cujos membros são nomeados pela Presidência da República para mandato determinado²²¹.

Por ser ente da Administração Pública, a Comissão de Valores Mobiliários tem sua atuação delimitada pela Lei nº 6.385/1976²²², que lhe outorgou competência para a regulação das atividades referidas no artigo 1º da Lei nº 6.385/1976²²³. Nas palavras de Alvarenga:

Nos termos do artigo 8º, I, compete à CVM 'regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional as matérias expressamente previstas nesta lei e na lei de sociedades por ações'. Trata-se, portanto, de poder regulamentar restrito e específico, que não pode ultrapassar os requisitos legais, sob pena de configurar-se vício de incompetência.²²⁴

²²⁰ "O direito brasileiro adotou o modelo norte americano de controle estatal do mercado de capitais, de acordo com o qual toda a atividade de distribuição ao público e posterior negociação de valores mobiliários é submetida à fiscalização de um órgão estatal dotado de autonomia, ao qual é conferido poder regulamentar e disciplinar. A Comissão de Valores Mobiliários, inspirada na "Securities and Exchange Commission" (SEC) norte-americana faz, entre nós, este papel, como autarquia federal e assumindo a qualidade de agência reguladora e, nesse sentido, o artigo 5º da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, na atual redação, conferida pela Lei 10.411/02, dispõe: "Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária" (Marcelo Fortes p. 21);

²²¹ Lei nº 6.385/1976: Art. 6º. A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais.

²²² Há também as competências determinadas pela Lei nº 6.404/1976, mas esta também está vinculada à competência outorgada pela Lei nº 6.785/1976, conforme artigo 8º.

²²³ Art. 1º. Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades:

I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos; IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; VII - a auditoria das companhias abertas; VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

²²⁴ Adequação das funções legais da Comissão de Valores Mobiliários à realidade brasileira. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. V. 105, p. 149.

Com efeito, a polêmica acerca das funções exercidas pela Comissão de Valores Mobiliários, mormente no que se refere à sua função normativa, está longe de acabar.

Tradicionalmente, antes da promulgação da Constituição de 1988, o a função regulatória da CVM advinha da delegação de poderes pura e simples, ou seja, da outorga de competências da função legislativa pelo Poder Legislativo ao Poder Executivo²²⁵. A lei, portanto, separava uma parcela de seu poder normativo e a entregava à CVM, cuja atuação estava adstrita aos limites impostos pela lei que lhe outorgou a competência. Assim, teoricamente, a CVM só atuava, do ponto de vista normativo (ou seja, só exercia a função de regular) dentro do que lhe havia sido autorizado, elaborando normas para tornar claros os preceitos que a lei determinava (regulamentação).

Conforme já tratado, com o tempo, porém, alterou-se o papel do Estado na regulação da atividade econômica e, sem perder de vista o princípio da legalidade, reconheceu-se competência às Agências Reguladoras para realizar a regulação dos institutos que a lei determinar. A Lei nº 6.385/1976 encarregou a CVM de regular o mercado de capitais, ou seja, lhe atribuiu competência para ditar as normas necessárias à sua proteção e regular os institutos que o compõe, inclusive os fundos de investimento.

3.3.3 O Conceito de Valor Mobiliário

Como a questão é controversa na doutrina, não se pretende encerrar um conceito de valores mobiliários, mas expor as bases da discussão, haja vista que tal conceituação também se tornará relevante para a análise da competência da Comissão de Valores Mobiliários no que se refere aos fundos de investimento.

²²⁵ “De ressaltar que até a promulgação da Constituição de 1988, o poder normativo da CVM tinha, em construção doutrinária de delegação de poderes para o Executivo, seu fundamento. A mudança constitucional, que restringe essa delegação, pode causar problemas uma vez que muitas instruções normativas tem conteúdo de lei. Contudo, a velocidade com que as operações são esquematizadas (engenharia financeira é a denominação usual) requer que a CVM tenha poderes para organizar e disciplinar o mercado” (SZTAJN, Raquel. Conceito de liquidez na disciplina do mercado de valores imobiliários. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro, São Paulo, n. 126, nova série, 2002, p. 141).

A Lei nº 4.728/65, apesar de utilizar a expressão títulos e valores mobiliários em alguns artigos²²⁶, não cuidou da conceituação, que era controversa inclusive no Direito Comparado²²⁷.

Diante disso, acaloradas discussões surgiram no seio da doutrina e, por influência do Direito alienígena, predominantemente europeu²²⁸, os valores mobiliários tiveram, inicialmente, seu conceito ligado a títulos emitidos por sociedades anônimas para captação de recursos no mercado, tendo a Lei nº 6.385/1976 estabelecido um rol do que seriam os valores mobiliários sujeitos ao regime da lei:

Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:
I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;
II - os certificados de depósito de valores mobiliários;
III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

Na sistemática desta lei, cabia ao Conselho Monetário Nacional competência para ampliar o conceito de valor mobiliário, incluindo outros títulos com base no inciso III²²⁹.

²²⁶ Exemplo: Art. 2º. O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de: I - facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedades que os emitirem; II - proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários; III - evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado; IV - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários; V - disciplinar a utilização do crédito no mercado de títulos ou valores mobiliários; VI - regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio.

²²⁷ “A categoria aparece desenhada com nitidez, aliás, apenas no direito francês e no norte-americano. Naquele, em contraposição aos “effets de commerce”; neste, sob o termo genérico “securities”, como títulos diversos dos ‘negotiable instruments’. Nos demais direitos ocidentais, como o alemão e o italiano, por exemplo, as ações das companhias e outros títulos por elas emitidos são considerados como subespécies de títulos de crédito ou papéis valores, e não uma categoria jurídica à parte” (COMPARATO, Fábio Konder. Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 17).

²²⁸ “Já no direito europeu é possível afirmar que, de maneira geral, pode-se encontrar um conceito elaborado de valores mobiliários, não obstante a denominação e a abrangência desta expressão variarem conforme o país. Na Europa, a acepção do termo valores mobiliários é, no geral, bem mais limitada do que nos Estados Unidos, sendo a ideia normalmente associada a títulos emitidos por sociedade anônima. Assim, cabe observar que, não obstante a principal influência no modelo regulamentar do mercado de capitais tenha vindo da legislação federal de títulos norte-americana, a influência do direito europeu é marcante no que diz respeito à limitação da amplitude do conceito de valores mobiliários, tal como definido pela Lei nº 6.385/76” (NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha, Securitização de Recebíveis Mercantis. São Paulo, Quartier Latin, 2012, p. 200).

²²⁹ “Ou seja, a sistemática brasileira, constante da Lei nº 6.385/76, optou por listar alguns valores mobiliários emitidos por sociedade anônima, deixando a capacidade para aumentar o elenco por ato

Posteriormente, a Lei nº 10.198/2001 incluiu os contratos de investimento coletivo no rol dos valores mobiliários, ao dispor, em seu artigo 1º, que “constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

Em seguida, a Lei nº 6.385/1976 foi alterada pela Lei nº 10.303/2001. Após a promulgação desta, pois, o artigo 2º passou a vigorar com a seguinte redação:

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

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

Além de ampliar o rol de valores mobiliários, a Lei nº 10.303/2001 também inseriu os seguintes parágrafos no artigo 2º:

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

- I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal
- II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

§ 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas.

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

- I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima;
- II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado;

III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei;

IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões.

Pode-se dizer que as alterações da Lei nº 6.385/1976 trouxeram uma reformulação conceitual²³⁰ e alargaram o conceito dos emissores dos títulos ou valores mobiliários, que passaram a não mais ser somente as companhias abertas. Conforme disposto no §2º incluído no artigo 2º da lei, os emissores, controladores e administradores dos emissores passaram a se submeter às normas previstas na lei para as companhias abertas sempre que houvesse emissão dos títulos e valores mobiliários ali elencados, independentemente do tipo societário ou natureza jurídica da entidade emissora.

É de se salientar que não só o conceito de emissor foi alterado, mas o de investidor também sofreu ampliação correlata. Se antes o investidor do mercado de capitais era, por definição, acionista de companhia aberta, com as modificações ele se tornou debenturista, cotista de fundo de investimento, titular de contrato de investimento, entre outras denominações.

Assim, se o conceito europeu, foi, inicialmente, o eleito para a definição, com as mudanças realizadas, passou a prosperar a influência norte-americana de amplitude de conceito de valores mobiliários, nos moldes do *security*²³¹.

Assim, a Lei nº 10.303/2001 deixou aberto o conceito de valores mobiliário, possibilitando, em última análise, que qualquer título nele se enquadre²³². Esta foi a

²³⁰ Além disso, a lei trouxe relevantes alterações à estrutura e aos poderes-deveres da Comissão de Valores Mobiliários (com transferência de competências antes atribuídas ao Conselho Monetário Nacional, como os atos mencionados nos incisos I a IV do §1º do artigo 9º), além de ampliar o sistema de distribuição de valores mobiliários (passando a ser integrado pelas corretoras de mercadorias, operadores especiais e bolsas de mercadorias e futuros), tratar o termo de compromisso e os crimes contra o mercado de capitais.

²³¹ Security pode ser traduzido como valor mobiliário. A legislação americana (*Securities Act*) estabelece um conceito amplo, segundo o qual o termo security poderia ser qualquer título correspondente a um investimento em um empreendimento comum cujos lucros dependam de atuação de terceiros: "Ou seja, no direito norte americano, constituem *securities* não somente os títulos tradicionalmente emitidos por sociedade anônima (como ações ou debêntures), mas também qualquer 'contrato de investimento', considerando-se como tal, via de regra, aquele correspondente a um investimento em dinheiro em um empreendimento comum, cujos lucros dependam, essencialmente, dos esforços de terceiros" (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; Parente, Flávia; Henriques Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 33)

²³² Com a dilatação do conceito de valor mobiliário trazido pela Lei nº 10.303/2001, alargou-se a competência da Comissão de Valores Mobiliários, que passou a ser responsável por fiscalizar

forma encontrada pelo legislador para capturar todas as situações que concretamente se encaixarem no disposto no inciso XI, sem precisar alterar periodicamente a legislação, haja vista a velocidade de evolução da engenharia financeira no mercado de capitais.

Ao invés de elaborar uma lista exaustiva, o legislador incluiu inciso que traz tipificação legal do valor mobiliário, mas apenas características abertas de emissão deste título²³³. Se forem ofertados publicamente, envolverem aporte pecuniário pelo investidor, representarem direito de participação e tiverem rendimentos advindos da atuação de terceiros, os títulos ou contratos serão valores mobiliários, não importando a denominação que se dê a eles. Na opinião de alguns autores, por isso, a enumeração passou a ser exaustiva e não mais exemplificativa²³⁴.

Como se pode verificar, o legislador não conceituou de forma precisa o valor mobiliário; apenas enumerou alguns deles e, ao fim, delineou as características com as quais qualquer outro contrato teria o condão de tornar-se valor mobiliário.

Característica própria dos valores mobiliários se refere aos riscos inerentes ao investimento, que são eminentemente variáveis, haja vista dependerem dos

entidades outrora submetidas ao Banco Central do Brasil. Para tratar a nova situação, por meio da Decisão Conjunta nº 10/2002, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, considerando “a competência atribuída à Comissão de Valores Mobiliários, por força da mencionada Lei 10.303, de 2001, e da Lei 10.411, de 26 de fevereiro de 2002, atinente à edição de normas, à concessão de autorizações e de registros e à supervisão dos contratos de derivativos, independentemente dos ativos subjacentes, bem como das bolsas de mercadorias e de futuros, das entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários e de quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo ofertados publicamente, entre os quais se incluem as cotas de fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento e fundos de investimento no exterior” decidiram disciplinar o período de transição das atividades de fiscalização, deixando claro que as normas aplicáveis e os sistemas utilizados pelas entidades continuariam as mesmas até serem editadas novas pela comissão.

²³³ “É interessante observar que, se por um lado, a Lei nº 6.385/76 limitara, no passado, a definição de valores mobiliários aos títulos emitidos por sociedade anônima, permite-se, hoje, de outro lado, que venham a ser passíveis de classificação como valores mobiliários outros tipos de papéis emitidos por outras modalidades de sociedade – mais ainda, até mesmo condomínios poderão sê-lo. Contudo, a lei estabelece parâmetro, a ser utilizado pela CVM no exercício de sua fiscalização, a fim de que sejam tipificados no inciso XI da atual redação da Lei nº 6.385/76, com a reforma introduzida pela Lei nº 10.303/2001” (NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha, *Securitização de Recebíveis Mercantis*. São Paulo, Quartier Latin, 2012, p. 202).

²³⁴ CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S.A.* São Paulo, Saraiva, 2002, p. 481. Apesar deste entendimento, EIZIRIK, em outra obra acerca do tema, deixa claro que considera que a leitura do rol deve ser realizada em se considerando todas as alterações normativas da Lei nº 6.385/1976 e não apenas as trazidas pela Lei nº 10.303/2001: “Todavia, as normas legais e as regulamentares baixadas antes da edição da Lei nº 10.303/2001, tento pela CVM quanto pelo CMN, permanecem em vigor e os valores mobiliários por elas criados continuam a existir. Na realidade, muitos destes valores mobiliários podem ser enquadrados nos incisos VII, VIII e IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, com a redação dada pela Lei nº 10.303/2001, uma vez que, grande parte deles constitui derivativos ou podem ser caracterizados como contratos de investimento coletivos” (EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 57).

resultados auferidos no empreendimento base para a emissão dos títulos. Não há, assim, valor determinado a receber²³⁵. Pode ser muito mais do que se investiu; ou ser nada, perdendo-se todo o valor investido ou até tendo fazer novos aportes para cobrir prejuízos.

Por se tratarem de títulos que não possuem valor intrínseco, representarem obrigações relacionadas a ativos de diversos tipos e poderem ser negociados a preços aleatórios quantas vezes as partes contratantes desejarem²³⁶, pode-se dizer que os valores mobiliários não se assemelham a nenhum outro instituto²³⁷.

É exatamente por estas características tão marcantes e pelo risco intrínseco ao investimento estar dissipado por todo o mercado, que o legislador optou por estabelecer disciplina à parte para os valores mobiliários, conforme Eizirik:

Por constituírem bens com características tão peculiares, é fundamental que os valores mobiliários estejam disciplinados em legislação especial, uma vez que as normas de direito civil, comercial ou mesmo as destinadas à proteção dos consumidores não são suficientes para garantir aos seus adquirentes uma efetiva proteção.

Com efeito, em razão do interesse público envolvido, exige-se dos agentes um padrão de diligência, transparência e boa-fé maiores do que os exigidos de pessoas comuns.

²³⁵ Há que distinguir o risco comercial, do risco de investimento. Isto porque, na medida em que todo e qualquer ato ou fato detenha um risco potencial, temos que não faz parte do mundo dos valores mobiliários o risco comercial oriundo, por exemplo, do não pagamento de uma duplicata, da emissão de cheque sem suficientes provisões, do não pagamento de uma nota promissória emitida para garantir empréstimo bancário, etc. (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. “O conceito de valor mobiliário” Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, revista dos Tribunais, nº 59, jul/set 1985, pp. 44-45)

²³⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; Parente, Flávia; Henriques Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 23 e 24.

²³⁷ Não se ignora a discussão, jamais totalmente sepultada, acerca diferenciação entre valores mobiliários e títulos de crédito. Todavia, a distinção não é relevante para este trabalho na medida em que o conceito de valor mobiliário é tratado para fins de se analisar as cotas dos fundos de investimento e a atuação da CVM sobre os fundos. Para mais informações sobre o embate entre valores mobiliários e títulos de crédito, ver DE LUCCA, Newton. As Bolsas de Valores e os Valores Mobiliários, disponível em <http://daleth.cjf.jus.br/revista/seriecadernos/VOL16-9.htm>, Acesso em 24/02/2014.

Independentemente do entendimento adotado, todavia, pertinentes as palavras de Najjarian, para quem a distinção é apenas funcional: “Por maiores que sejam as eventuais analogias entre títulos de crédito e valores mobiliários, é mister deixar claro que elas nada tem a ver com o que se poderia chamar de análise funcional desses institutos jurídicos. Veja-se que uma ação da sociedade anônima tanto é definida como um título de crédito – já que é um documento necessário para o exercício de um direito literal e autônomo nela mencionado – como é, por expressa definição legal, considerada um valor mobiliário. Ela reúne, simultaneamente, portanto, as características essenciais de ambas as categorias jurídicas” (NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha, Securitização de Recebíveis Mercantis. São Paulo, Quartier Latin, 2012, p. 216 217).

É também por esta razão que o conceito instrumental do valor mobiliário serve de base para a atribuição de competência à Comissão de Valores Mobiliários para proteger seus titulares contra emissões irregulares de valores mobiliários e atos ilegais de administração de carteira.

Cabe salientar, porém, que a competência da Comissão de Valores Mobiliários e a própria disciplina da Lei nº 6.385/1976 se referem não somente ao conceito de valor mobiliário, mas a todo o regramento jurídico típico das atividades listadas no artigo 1º da Lei nº 6.385/76. Noutras palavras, seria preciso que a operação envolva um valor mobiliário, principalmente no que se refere à oferta ao público em geral e à negociação em massa, para que se sujeite ao regime da Lei nº 6.385/1076 e à competência da CVM.

É daí que surge a ideia da existência da dupla categoria dos valores mobiliários, conforme reconhecido por De Lucca:

Existem, na verdade, duas categorias distintas de valores mobiliários: uma primeira, a qual se aplicam as disposições da Lei n. 6.385/76 e demais normas da Comissão de Valores Mobiliários, cuja identificação decorre do art. 2º dessa lei; e uma segunda, de menor importância, por não se achar sujeita às regras fiscalizadoras da CVM.

Assim, a leitura que o eminente professor faz do disposto no artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 é que os valores mobiliários se dividem em dois tipos: aqueles submetidos ao regime jurídico da Lei nº 6.385/1976 e aqueles que não se submetem a este regime. É dizer: não obstante a Lei nº 6.385/1976 liste exhaustivamente os valores mobiliários que regula, tem-se que nem sempre os contratos ou títulos ali listados estarão sujeitos ao seu regime.

Mas isso não decorre do disposto no artigo 2º. Do ponto de vista do disposto no referido artigo, a imposição dos requisitos de oferta pública só existe na literalidade do inciso IX, transcrito acima, e não nos demais.

Num primeiro momento, pode-se dizer, então, que todos os títulos listados pelo diploma legal serão valores mobiliários por determinação concreta e expressa, exceto os contratos do inciso IX, que devem se enquadrar nos requisitos abstratos determinados pelo legislador para se tornarem valores mobiliários sujeitos ao regime da lei.

Com relação à divisão sugerida por De Lucca, não obstante o disposto acima, não parece que seja possível realizar a classificação de um título dentro da primeira ou da segunda categoria sem analisar as características de sua emissão.

Tome-se como exemplo a ação de sociedade anônima. Dispõe o artigo 2º, I, da Lei nº 6.385/196 que “são valores mobiliários, sujeitos ao regime desta lei: as ações”. Para o ilustre professor:

é fora de dúvida que a ação da sociedade anônima se acha enquadrada na primeira dessas categorias. Poder-se-ia dizer, em última análise, que a importância prática está em identificá-la como valor mobiliário previsto no art. 2º da Lei n. 6.385 e não simplesmente como valor mobiliário. Assim, as consequências de tal conclusão são as de que toda a disciplina normativa existente para o mercado de valores mobiliários — leis, decretos, resoluções, instruções, deliberações, pareceres de orientação da CVM etc. — aplica-se às ações das sociedades anônimas, como valores mobiliários que são sujeitos a tal disciplina.

Ora, não se pode dizer que o regime da Lei nº 6.385/1976 se aplica a qualquer ação de sociedade anônima. Com efeito, somente as ações emitidas por companhias abertas sofrem regulação das regras da lei aqui tratada e da Comissão de Valores Mobiliários.

Assim, as ações de sociedades anônimas são valores mobiliários por força do disposto no artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, mas isso não basta para que o regime jurídico da referida lei lhes seja aplicável. Isto porque somente com a realização da distribuição de tais ações ao mercado elas se tornam passíveis de enquadramento no regime jurídico da Lei nº 6.385/1976.

Com efeito, a interpretação da norma neste sentido vai ao encontro da diferenciação entre companhias de capital fechado e de capital aberto que decorreu da evolução da Lei nº 6.404/76²³⁸ e resta, hoje, positivada no Direito Brasileiro. Para as sociedades anônimas, desta forma, há normas expressas no sentido da inaplicabilidade do regime da Lei nº 6.385/1976 às sociedades de capital fechado.

²³⁸ “Considerando: a) que é chegado o momento de se estabelecer um justo equilíbrio entre os interesses da empresa e da maioria dos acionistas e os interesses da coletividade, esta representada, sobretudo, pelos mercados de capitais, que propicie a expansão das empresas, com participação da poupança popular; b) que se impõe transformar as sociedades anônimas em uma fonte de participação do público no progresso e desenvolvimento nacional; c) que a sociedade anônima deve ser vista como um instrumento de aglutinação de capitais, atendendo principalmente à necessidade estrutural das grandes empresas; d) que não se justifica a adoção da mesma estrutura jurídica para as companhias de grande envergadura, que recorrem ao mercado de capitais, e para as pequenas sociedades de âmbito restrito ou familiar, somente pelo fato de terem o capital dividido em ações (...) o Simpósio recomenda que a lei deverá prever regime diferenciado para as sociedades anônimas, estabelecendo normas diversas conforme se trate de sociedades grandes ou abertas, e pequenas e fechadas” (REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial, Saraiva, 1995, vol. 2, p. 17).

Porém, cabe indagar se o raciocínio exposto para as ações também seria cabível para outros valores mobiliários listados no artigo 2º, principalmente as cotas de fundos de investimento.

Considerando que tais cotas são valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/1976²³⁹, e que os emissores de tais cotas (os fundos), seus administradores e controladores estão sujeitos ao regime da mesma lei por força do disposto no §2º do mesmo artigo²⁴⁰, todas as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários são valores mobiliários para os fins da Lei nº 6.385/1976?

Partindo do disposto no artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, conforme salientado acima, entender-se-ia que sim²⁴¹. Com efeito, não há qualquer requisito de oferta pública para a qualificação das cotas de fundos como valores mobiliários, sendo, portanto, sujeitos ao regime da lei. Não há, igualmente, na legislação, qualquer norma expressa que preveja um regramento diverso a depender do tipo de fundo²⁴² ou mesmo entre cotas de fundos admitidos à negociação e não admitidos à negociação em mercado, como é o caso das sociedades anônimas. Portanto, conclui-se que as cotas de fundos de investimento são valores mobiliários, se aplicando a elas o regime jurídico previsto na Lei nº 6.385/1976.

²³⁹ “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

(...) V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos”.

²⁴⁰ § 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas.

²⁴¹ Ao avaliar o regime jurídico dos *Brazilian Depositary Receipts*, Testa estabelece que o fato de serem valores mobiliários listados no inciso III do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976 atrai imediatamente a competência da CVM para sua regulação: “Esses valores mobiliários estão expressamente previstos no inciso III do art. 2º da Lei nº 6.385/1976 – o que atrai, indubitavelmente, a incidência de tal lei à disciplina dos BDRs, cabendo à CVM, nos termos do art. 8º da Lei 6.385/1976, regulamentá-los, especialmente no que toca à sua distribuição, emissão e negociação” (TESTA, Pedro. Anotações sobre o Regime Jurídico dos *Brazilian Depositary Receipts*”, p. 552 e 553).

²⁴² E nem para cotas de fundo aberto e de fundo fechado até porque, conforme salientado neste trabalho, a diferenciação não guarda qualquer relação com a distinção entre sociedades anônimas de capital aberto e fechado.

4 ATUAÇÃO DA CVM EM RELAÇÃO A FUNDOS DE INVESTIMENTO

Pela leitura da Lei nº 6.385/1976, observa-se que esta, ao delimitar o seu campo de atuação no artigo 1º, circunscreveu também o campo de atuação da Comissão de Valores Mobiliários, que deve agir sempre que praticada alguma das atividades previstas no artigo 1º.

Nos termos do disposto no artigo 1º, somente a emissão, distribuição, negociação e intermediação de valores mobiliários no mercado são disciplinadas e fiscalizadas de acordo com a Lei nº 6.385/1976. Já a competência da CVM está estabelecida no artigo 8º, nos seguintes termos:

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

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados²⁴³.

Numa análise literal, tem-se que a competência de regulamentação descrita no artigo 8º, I, é ampla, pois se refere às matérias previstas na lei, ou seja, à totalidade do seu conteúdo. Já a competência de fiscalização de atividades e serviços é específica para as atividades previstas no artigo 1º, por remissão expressa, bem como relacionadas aos valores negociados no mercado.

Interessa, particularmente, a primeira. Isto porque, conforme visto no capítulo específico sobre os fundos de investimento, exceto pelo fundo de investimento imobiliário, que tem seu regime jurídico determinado pela Lei nº 8.668/1993, a regulação específica de todas as demais espécies de fundo advém de normas da CVM. E, nesta linha, considerando que o instituto ora estudado é quase que na sua totalidade regido por normas da CVM e que parte da doutrina questiona a função reguladora desta, tem-se que o entendimento da doutrina sobre referida função adicionada ao regime jurídico criado para os fundos pode se tornar um primeiro limitador da atuação da CVM sobre estes.

²⁴³ Há também outras competências relacionadas aos intermediários do mercado e às Companhias abertas neste inciso, mas por não serem relacionadas ao objeto do trabalho não serão indicadas.

A criação de um regime jurídico especial para os fundos²⁴⁴ é, para parte da doutrina, inovação na ordem jurídica que contraria a legislação vigente, faltando à CVM a competência necessária para tanto²⁴⁵.

Muito embora se respeite tal entendimento, entende-se que a figura condominial escolhida advém de lei e que a única “inovação” seriam as regras especiais atribuídas ao condomínio dos fundos de investimento, que não são as mesmas daquelas determinadas pelo Código Civil. Porém, tal inovação encontra respaldo na teoria desenvolvida neste trabalho, ou seja, no âmbito de autonomia da Agência. Nas palavras de Eizirik:

A CVM está, inegavelmente, sujeita ao princípio da legalidade, como todas as demais autarquias de nosso ordenamento. Porém, é inquestionável que pelas particularidades do mercado que disciplina – o de valores mobiliários –, sua atuação não pode ser comparada à de outras autarquias cuja liberdade de atuação é mais restrita, incapazes de inovar a lei, disciplinar o acesso de agentes privados ao mercado e regular sua conduta²⁴⁶.

Ora, a CVM atuou dentro dos parâmetros legais: tendo em vista a introdução das cotas dos fundos de investimento no conceito de valor mobiliário, editou as instruções normativas referentes ao instituto, criando as regras específicas para sua utilização pelos agentes de mercado que interagem com outras relacionadas à segurança dos investidores, prestações de informações etc²⁴⁷. Tratou os fundos de

²⁴⁴ Conforme já demonstrado, a forma condominial foi determinada pela Lei nº 4.728/1965, e daí adveio o disposto nas instruções normativas editadas pela Comissão de Valores Mobiliários. Mesmo não tendo sido as normas das CVM as primeiras a determinarem a forma condominial, porém, das regras criadas por esta agência e de todas as teorias sobre a natureza jurídica dos fundos pode-se extrair um panorama comum: o de que os fundos são uma figura especial, seja de natureza condominial, seja de natureza societária.

²⁴⁵ “Ademais, a CVM não poderia dispor que se trata de um condomínio e, ao mesmo tempo, contrariar uma série de normas imperativas deste instituto. Neste diapasão, não teria a CVM competência para criar um condomínio *sui generis*. A instrução normativa não pode contrariar a legislação vigente” (CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 185).

²⁴⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávio; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais. Regime Jurídico. Editora Renovar, 2008, p. 253.

²⁴⁷ Cumpre trazer à baila o caso da Instrução CVM nº 8/1997, editada para dispor “sobre condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, manipulação de preço, operações fraudulentas e práticas não equitativas”, conforme disposto no artigo 18, II, da Lei nº 6.385/1976. Mesmo em se tratando de caso em que a lei determinou a competência da CVM para regular a matéria, definindo a configuração das condutas ilícitas ali listadas, houve questionamentos e críticas por parte da doutrina, por se tratar de norma penal. Conforme relata Leopoldo Ubiratan Carreiro Pagotto, em seu Fundamento Constitucional da atividade normativa das autarquias no Direito Brasileiro, parte da doutrina defendeu a Instrução, demonstrando que não havia que se falar em inovação ou extrapolação da competência pela CVM: “Tácito afirmou que a atacada instrução não cria, nem específica, condutas ilícitas – é um tipo penal aberto, versão do direito penal da ideia de conceito jurídico indeterminado – seria a instrução apenas um guia aos agentes de mercado. Para Comparato, a explicação é diversa: a partir da sistemática da lei se depreende que à CVM cabe

acordo com as particularidades inerentes ao instituto e ao mercado em que se insere e com as necessidades de estabelecimento de vínculos entre cotistas e patrimônio diferentes das relações que se estabelecem numa simples copropriedade fora do mercado de capitais²⁴⁸. Ou seja, realizou a regulação dentro em obediência ao princípio da legalidade e considerando sua função de regular o mercado de capitais.

Outra limitação da atuação da CVM sobre fundos reside no embasamento de decisão proferida por seu Colegiado acerca de sua competência para a regulação de fundos de investimento cujas cotas não tenham sido distribuídas publicamente.

No âmbito do Processo CVM nº RJ-2005-2345²⁴⁹, a Comissão negou a possibilidade de registro de um fundo de investimento fechado cuja colocação de cotas foi realizada em âmbito privado. Um dos fundamentos da decisão, relevante para a presente análise, é o entendimento de que a CVM não teria competência para exigir o registro dos fundos cujas cotas tenham sido objeto de oferta privada porque sua competência, no que se refere ao registro dos fundos, advém da existência de oferta pública. Transcreve-se abaixo exceto do voto do Presidente Marcelo Trindade:

Nem a lei, nem a Instrução 400, vedam a colocação privada (isto é, não pública) de valores mobiliários, nem tampouco exigem, para essa modalidade de venda, registro perante a CVM (cf., a propósito, o art. 19 da Lei 6.385/76). Seria mesmo duvidoso, como salientou a PFE, que a CVM pudesse exigir o registro de colocação privada.

Quando se trata de fundos de investimento, com maior razão, a distribuição pública é o que legitima a intervenção da CVM, dado que, como visto, salvo no que se refere aos Fundos Imobiliários, não há norma legal que determine a possibilidade de a CVM conceder registros ou autorizações que produzam qualquer efeito jurídico, se não houver distribuição pública.

Mesmo o fato de as cotas de fundos de investimento que invistam em valores mobiliários serem valores mobiliários (art. 2º, inciso VI, da Lei

completar a lei, a qual seria lei penal em branco – a sanção é determinada, permanecendo só indeterminado, mas determinável, seu conteúdo”. (DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (Coord.). *Direito Regulatório. Temas Polêmicos*. Belo Horizonte: Fórum, 2003, p. 292).

²⁴⁸ Esta insuficiência das características do condomínio comum foi reconhecida em decisão do Colegiado da CVM do Processo nº RJ2002-2345: “Tratando-se de condomínio sobre coisas móveis, os fundos de investimento não demandam registro para constituírem-se, podendo ser criados por quaisquer dos meios de aquisição de propriedade móvel em condomínio admitidos pela lei civil (sucessão, aquisição de fração ideal, aquisição em conjunto, etc...). Contudo, condomínios assim criados não seriam mecanismos viáveis de captação e organização de quantias para investimento conjunto, pois não permitiriam a livre alienação das frações do patrimônio sem direito de preferência (Código Civil, art. 1.322), a organização do condomínio sob um regime padronizado e regulamentar, com administração profissional (Lei 6.385/76, art. 23), a faculdade de captação de recursos e consequente aumento do patrimônio, com agregação de novos condôminos, sem autorização dos anteriores e, no caso dos fundos abertos, o direito dos condôminos resgatarem sua parcela de patrimônio, sem que se extinga o condomínio (Código Civil, art. 1.320)”.

²⁴⁹ Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respddecis.asp?File=4755-0.htm>, acesso em 20/03/2014.

6.385/76), assegura a competência da CVM para regular a distribuição pública de tais valores, mas não lhe confere poder para conceder registro a condomínios que se constituam pela comunhão de propriedade de tais bens sem tal oferta pública.

No caso dos Fundos Imobiliários, por outro lado, embora a Lei 8.668/93 determine que a CVM tenha? competência para regular a constituição dos fundos, o art. 1º da mesma Lei deixa expresso que eles se caracterizam "pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários". Isto é: a forma pública de captação de recursos do fundo imobiliário (rectius, da distribuição de suas cotas) parece ser elemento necessário para que eles possam ser constituídos.

Não parece possível, assim, do ponto de vista legal, que a CVM conceda registro a qualquer fundo de investimento em que o administrador pretenda colocar suas cotas exclusivamente de modo privado. Em tais casos, se estará diante de um condomínio não regulado pela CVM, segundo a legislação em vigor. Somente a edição de uma lei que atribuisse competência à CVM para criar um registro de fundos, independentemente de sua distribuição pública, daria poderes à autarquia para tanto. Por estas razões, embora nada impeça que o administrador deixe de realizar esforço de venda de cotas de fundo registrado na CVM, o registro deve ser examinado e concedido como se tal esforço fosse realizado.

Cabe salientar que este entendimento foi positivado pela emissão de OFÍCIO CIRCULAR/CVM/SRE/Nº 671/2006 normatizando a questão²⁵⁰ e em 2012, a CVM pronunciou-se novamente sobre o tema no OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 4/201.

O que se pode aduzir é que, segundo entendimento da própria CVM, o fundo não sujeito a oferta pública não seria um fundo regulado pela CVM. A distribuição pública das cotas seria, portanto, o aspecto fundamental para a definição da competência da CVM. Noutras palavras, o que definiria a competência da CVM não

²⁵⁰ OFÍCIO CIRCULAR/CVM/SRE/Nº 671/2006

Rio de Janeiro, 29 de março de 2006.

Assunto: Oferta Pública e Privada de Distribuição de Cotas de Emissão de Fundos Regulados pelas Instruções CVM nº 209/94, 356/01 e 391/03.

Senhor Diretor Responsável por FMIEE, FIDC e FIP,

O presente Ofício-Circular tem como objetivo comunicar, aos administradores dos fundos mútuos de investimento em empresas emergentes (FMIEE), de investimento em direitos creditórios (FIDC) e de investimento em participações (FIP), a mudança de critério para a concessão de registro para o funcionamento desses fundos, conforme Decisão do Colegiado, disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.

Na reunião de 21/2/2006, o Colegiado desta Autarquia analisou pontos importantes relacionados à disciplina aplicável a esses fundos, à distribuição pública ou privada de suas cotas, à negociação das cotas em mercado secundário e a seu registro perante esta CVM.

Dessa forma, a partir das deliberações tomadas pelo Colegiado, não mais será concedido o registro de funcionamento de fundos que não realizem ofertas públicas de distribuição de suas cotas, alterando a interpretação e as exigências que esta Superintendência tem formulado até então.

Assim, cabe frisar que deve ser registrada a oferta pública de distribuição de cotas, ou obtida a dispensa de seu registro, nos termos dos artigos 4º e 5º da Instrução CVM nº 400/03, para que seja concedido o registro de funcionamento dos referidos fundos. Cumpre, ainda, salientar que o pedido de dispensa de registro de oferta pública de distribuição, exceto nos casos de dispensa automática do art. 5º da Instrução 400, acarreta a não concessão de registro automático previsto nas Instruções CVM nº 356/01 e 391/03.

seria a existência do fundo, já que, como condomínio, poderia existir sem sua intervenção, mas a oferta pública de suas cotas ao mercado.

Cumprido notar que, em outro momento da decisão, a CVM se pronuncia no sentido de que sua competência sobre valores mobiliários em geral tem relação estreita e indissociável com o conceito de valor mobiliário que, por sua vez, teria na distribuição pública uma característica essencial, conforme já levantado neste trabalho²⁵¹: Ou seja, para a CVM, somente quando ofertadas publicamente as cotas de fundo de investimento teriam sido incluídas no conceito de valores mobiliários.

Em verdade, o que parece estar na base deste posicionamento é a posição do Professor De Lucca, para quem há valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/1976 e valores mobiliários não sujeitos ao regime desta lei. Neste caso, de acordo com a decisão da CVM, as cotas de fundo que não tenham tido distribuição pública não se encaixariam no primeiro conceito de valores mobiliários e, portanto, não atrairiam a competência da CVM para seu registro e sua regulação.

Este também parece ser o entendimento de Eizirik, segundo o qual a competência da CVM para regular sobre valores mobiliários só ocorre quando há circulação e dispersão no mercado:

Assim, na hipótese de os valores mobiliários serem objeto de oferta pública ou caso sejam negociados em sistemas públicos de negociação, cumpre à CVM exercer sua competência sobre eles. Por outro lado, a emissão e negociação privadas de valores mobiliários não ensejam, a princípio, a disciplina ou fiscalização pela CVM²⁵².

Deste entendimento se extrai poderem existir, na realidade fática do mercado, fundos de investimento não regulados pela CVM e fundos de investimento regulados pela CVM, e não somente o segundo tipo²⁵³, como parte da doutrina preceitua²⁵⁴.

²⁵¹ “A Lei 6.385/76, como se sabe, estabeleceu que “nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro” na CVM (art. 19). Por força da nova redação dada ao art. 2º da mesma lei pela Lei 10.303/01, as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários (em qualquer caso, cf. inciso V) e as cotas de outros fundos de investimento, quando ofertadas publicamente (inciso IX), foram incluídas no conceito de valores mobiliários. Daí resulta que toda oferta pública de cotas de fundo de investimento só pode ser realizada após a obtenção de registro perante a CVM”.

²⁵² EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 26.

²⁵³ Também a análise da legislação fiscal permite a conclusão de que parecem existir fundos de investimento não regulados pela CVM. O art. 18 do Decreto-Lei nº 1.338/1974, editado quando a competência para regulamentar os fundos de investimento já havia sido transferida ao Banco Central por meio da Lei nº 4.728/1965, concedeu a isenção do IRRF e do IRPJ relativamente aos rendimentos auferidos “pelos fundos em condomínio referidos nos artigos 49 e 50 da Lei número 4.728, de 14 de julho de 1965 [...] e legislação posterior”, demonstrando que os fundos beneficiados

Além disso, o que este entendimento ilustra é que, apesar de toda a evolução interpretativa no sentido de atribuir função normativa às Agências Reguladoras, com autonomia e discricionariedade necessárias para atuar na regulação, a CVM ainda pauta sua atuação por uma interpretação restritiva da própria competência.

Para a CVM e para a doutrina acima colacionada, atuar na regulação de fundos cujas cotas não estariam sendo destinadas à captação de recursos dos investidores em geral no mercado de capitais estaria além da competência que lhe foi outorgada e em contraposição ao princípio da legalidade.

A Comissão de Valores Mobiliários, portanto, limita sua própria atuação às atividades expressamente previstas no artigo 1º da Lei nº 6.385/1976, mesmo que hodiernamente se reconheça ser sua competência mais ampla do que o literal ou

pela isenção seriam os previstos nos art. 49 e 50 da Lei nº 7.725/1965. Ainda depois de a competência para regulamentação dos fundos de investimento ter sido transferida à CVM, as normas tributárias seguiram fazendo referência ao art. 50 da Lei nº 4.728/1965, como é o caso do art. 1º do Decreto-Lei nº 1.980/1982, art. 1º do Decreto-Lei nº 2.072/1983, art. 1º, § 1º do Decreto-Lei nº 2.285/1986, art. 1º do Decreto-Lei nº 2.469/1988, art. 32 da Lei nº 7.730/1989 e art. 31, § 2º da Lei nº 8.383/1991. Somente em 1995, com o advento da Lei nº 8.981/1995, a legislação tributária parou de fazer referência aos fundos em condomínio identificados nos art. 49 e 50 da Lei nº 4.728/1965 para fins de concessão da isenção, passando a usar a expressão “fundos de investimento”. Neste sentido, a redação dos art. 68 e 73 da Lei nº 8.981/1995. Posteriormente, após a compilação das normas referentes à matéria na Lei nº 9.532/1997, verifica-se que o §10 do art. 28 concedeu isenção do imposto de renda aos rendimentos e ganhos líquidos auferidos nas operações envolvendo títulos, aplicações financeiras e valores mobiliários integrantes das carteiras dos fundos de investimento, assim como os juros sobre o capital próprio recebidos pelos fundos de investimento. O artigo não faz referência à natureza dos fundos de investimento que seriam beneficiados pela isenção; no *caput* do artigo, há menção aos fundos de investimento acompanhados da expressão “constituídos sob qualquer forma”. Referida expressão (“constituídos sob qualquer forma”) não foi incorporada nem pelo Decreto nº 3.000/1999 (art. 741 e 746), nem pela IN RFB nº 1.022/2010 (art. 14), que se limitou a reproduzir o art. 28, § 10 da Lei nº 9.532/1997 e fazer referência genérica a “fundos de investimento” para conceder a isenção. Porém, das referidas normas se denota que há uma seção destinada aos fundos de investimento de forma geral e outras dedicados a fundos específicos (tipos regulados pela CVM), sendo certo que a isenção se aplica a ambos: “Seção I Da Tributação dos Rendimentos Auferidos na Aplicação em Fundos de Investimento Regidos por Norma Geral Art. 14. São isentos do imposto sobre a renda: I - os rendimentos e ganhos líquidos ou de capital, auferidos pelas carteiras dos fundos de investimento; II - os juros sobre o capital próprio de que trata o art. 9º da Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, recebidos pelos fundos de investimento. § 1º A isenção de que trata este artigo não se aplica enquanto não subscrita a totalidade de cotas, no caso de fundos de investimento cuja constituição estiver condicionada ao cumprimento daquela obrigação. § 2º A isenção de que trata este artigo aplica-se aos fundos de investimento com tributação específica, excetuado o fundo de investimento imobiliário, que observará o disposto no art. 28”.

²⁵⁴ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 215. Outras demonstrações deste entendimento são: “A L. 10.303/01 e a L. 10.411/02 consolidaram as regras atinentes a **fundos de investimento, qualquer que seja a sua natureza, passando eles a serem regulados, exclusivamente, pela CVM**, que emitiu a Inst. 409/04, dispondo sobre a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos, seguida das Instr. 411/04, 413/04 e 450/07, que a alteraram. As cotas dos fundos adquiriram o status de valores mobiliários pela L. 10.303/01”. (sem grifos no original) (BIFANO, Elidie Palma. O Mercado Financeiro e o Imposto sobre a Renda. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 305).

expressamente descrito no referido artigo, desde que adstrita aos parâmetros básicos, objetivos e finalidades previstos em lei.

Noutras palavras, se à CVM cabe regular os fundos de investimento e se cotas de fundos de investimento são valores mobiliários, não caberia à CVM a fiscalização desta atividade? Estaria a CVM, de fato, extrapolando sua competência ao fiscalizar tais atividades apenas pelo fato de não haver oferta pública²⁵⁵?

A interpretação das normas jurídicas considerando também sua função²⁵⁶ leva à conclusão de que a CVM pode (e deve) atuar sempre que houver envolvimento de cotas de fundos de investimento, independentemente da forma de sua colocação. Conforme se verificou ao longo do trabalho, a função da agência é a proteção dos investidores do mercado de capitais e a regulação dos fundos de investimento se insere no exercício desta função.

As normas emanadas da CVM para a constituição e funcionamento dos fundos advêm de sua competência para regular o mercado de capitais e estes valores mobiliários e, por isso, devem pautar a estruturação de qualquer fundo de investimento, e não somente aqueles destinados à oferta pública. Repita-se: o requisito de oferta pública não está positivado no diploma legal que conceitua cotas dos fundos de investimento como valores mobiliários.

É dizer: há um vazio legislativo (lei em sentido formal) no que se refere ao instituto²⁵⁷ e a CVM, no exercício de sua função reguladora, preencheu este vazio com normas que se encaixam no ordenamento jurídico e fornecem regime jurídico uniforme e seguro aos fundos de investimento.

Não pode a comissão, assim, deixar de exercer sua função em razão do não envolvimento de oferta pública, até porque se assim o fizer, deixará desprotegido o investidor que adquirir cotas de fundo em colocação privada. A maior segurança dos

²⁵⁵ A CVM não rechaça, porém, a possibilidade de realizar o registro de fundos que realizem a oferta pública apenas formalmente e com os ônus que lhe inerentes, ainda que não haja o efetivo esforço de colocação das cotas no mercado, conforme decisão analisada neste Capítulo: “sem prejuízo de que, em busca da segurança jurídica decorrente da existência de regulamentação, ou por qualquer outra razão lícita, os administradores obtenham o registro de fundos junto à CVM, sujeitando-se a todos os ônus inerentes, e não venham a realizar efetivo esforço de colocação pública”.

²⁵⁶ “essa consideração biangular dos institutos jurídicos, que já passou em julgado como o melhor método de exposição do direito, só alcança, porém, sua plena virtualidade quando se percebe que não se trata de uma antinomia, mas de ideias complementares. A estrutura de qualquer norma ou instituto jurídico deve ser interpretada em vista das funções, próprias ou impróprias, do conjunto de seus elementos ou disposições: e toda função é limitada pela estrutura do conjunto” (COMPARATO, Fabio Konder. A reforma da empresa. Direito Empresarial Estudos e Pareceres SP, Saraiva 1995, p 4).

²⁵⁷ Exceto aos fundos de investimento imobiliário, como já se tratou.

fundos registrados na CVM foi, inclusive, reconhecida no âmbito da decisão discutida e das normas dela advindas²⁵⁸.

Não só isso. Caso se entenda que a CVM atua somente na regulação dos fundos cujas cotas tenham distribuição pública, e criará lacuna no que se refere aos fundos de investimento, chegar-se-á à perigosa possibilidade de existência de dois tipos de fundo no ordenamento brasileiro: um regulado de acordo com as normas e parâmetros do mercado de capitais e outro totalmente desregulado no que se refere à sua natureza de fundo, ao qual serão aplicáveis as regras do condomínio estabelecidas no CCB, distantes de sua realidade e de suas necessidades. Criar-se-ia, com este entendimento, insegurança e incerteza no plano dos fundos de investimento, exatamente o que se pretende evitar ao se outorgar competência à CVM para realizar sua regulação.

Outra fonte de limitação à atuação da CVM na regulação dos fundos, por fim, é a interferência de outras regras do ordenamento jurídico, como o Código de Defesa do Consumidor.

A aplicação do código consumerista aos fundos de investimento costuma ter como base a Súmula nº 297, editada pelo próprio STJ, segundo a qual “o Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras”, ou seja, sempre que houver instituição financeira como provedora de serviços²⁵⁹ a alguém que possa ser enquadrado como consumidor, nos termos do artigo 2º do CDC²⁶⁰.

²⁵⁸ “Entretanto, como também alertado naquela decisão de Colegiado, isso não impede que, “em busca da segurança jurídica decorrente da existência de regulamentação, ou por qualquer outra razão lícita, os administradores obtenham o registro de fundos junto à CVM”, hipótese na qual, contudo, estarão tais fundos sujeitos a todos os ônus inerentes a essa condição. Dentre os ônus que valeria a pena mencionar, destacamos (1) a necessidade de pagamento das taxas de fiscalização previstas na Lei nº 7.940/89 (como reiterado na decisão do Processo CVM nº RJ-2006-7654, de 19/12/2006), (2) o envio de todas as informações periódicas e eventuais obrigatórias previstas na regulação do participante, inclusive sob pena de aplicação de multa cominatória em caso de não envio no prazo, nos termos também da Instrução CVM nº 425/07; e (3) cumprimento de todos os limites e vedações previstas na norma que sejam aplicáveis ao fundo”. Disponível em http://www.cvm.gov.br/port/atos/oficios/Of%C3%ADcio-Circular_CVM-SIN-N%C2%BA%2004-012.pdf. Acesso em 20/03/2014.

²⁵⁹ No que se refere ao conceito de serviço para este diploma legal, determina o artigo 3º, §2º, que “serviço é 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”. Este dispositivo teve sua constitucionalidade questionada no STF na ADI 25911/DF, Rel. Orig. Min. Carlos Veloso, Rel. para o Acórdão Min. Eros Grau, a qual foi julgada improcedente, com a seguinte ementa:

“ART. 3º, §2º, DO CDC. ART. 5º, XXXII, DA CB/88. ART. 170, V, DA CB/88. INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS. SUJEIÇÃO DELAS AO CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. AÇÃO DIRETA DE INCONSTITUCIONALIDADE JULGADA IMPROCEDENTE. 1. **As instituições financeiras estão, todas elas, alcançadas pela incidência das normas veiculadas pelo Código de Defesa do Consumidor.** 2. “Consumidor”, para os efeitos do Código de Defesa do Consumidor, é toda

Em princípio, qualquer investidor pode se enquadrar na hipótese descrita no artigo 2º do Código de Defesa do Consumidor, a saber, ser o destinatário final da prestação de serviços do administrador ou gestor do fundo.

Todavia, mesmo considerando o enquadramento legal do investidor como consumidor, para a configuração da relação de consumo, também é preciso enquadrar o administrador ou gestor como fornecedor. Preceitua o artigo 3º do Código de Defesa do Consumidor:

Art. 3º Fornecedor é toda pessoa física ou jurídica, pública ou privada, nacional ou estrangeira, bem como os entes despersonalizados, que desenvolvem atividade de produção, montagem, criação, construção, transformação, importação, exportação, distribuição ou comercialização de produtos ou prestação de serviços.

A princípio, portanto, os administradores e gestores de carteiras dos fundos de investimento²⁶¹ estão em enquadrados no conceito de fornecedores de serviço, concebendo-se o serviço como atividade prestada no “mercado de consumo”.

Entretanto, necessário analisar as características das relações de consumo para se verificar em que medida deverá se dar a aplicação das regras da legislação consumerista aos fundos de investimento. Propõe-se que tal análise seja realizada com foco na vulnerabilidade do consumidor, haja vista ser considerada pela doutrina como a mais marcante característica da relação²⁶².

Para Zanchim, a vulnerabilidade “seria a incapacidade de resistir à ação de determinadas influências exteriores. O que enseja essa incapacidade? A falta de informação ou conhecimento”²⁶³. Noutras palavras, o ponto central para se verificar a vulnerabilidade é o conhecimento do sujeito acerca do objeto envolvido na relação.

No caso do investidor dos fundos de investimento, há que se ponderar algumas nuances de sua condição de vulnerabilidade ao realizar o investimento. Isto

pessoa física ou jurídica que utiliza, como destinatário final, atividade bancária, financeira e de crédito”.

²⁶⁰ “Art. 2º: Consumidor é toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final”,

²⁶¹ É bom lembrar que nem sempre o papel de administrador ou gestor é assumido por uma instituição financeira, já que nem todos os tipos de fundos exigem que sua administração seja exercida por instituições financeiras.

²⁶² “com os olhos nesta vulnerabilidade do consumidor que se funda a nova disciplina jurídica. Que enorme tarefa quando se sabe que esta fragilidade é multifária, decorrendo ora da atuação dos monopólios e oligopólios, ora da carência de informação sobre qualidade, preço, crédito e outras características dos produtos e serviços”. (GRINOVER, Código Brasileiro de Defesa do Consumidor – Comentado pelos Autores do Anteprojeto, 6ª edição, Rio de Janeiro, Forense, 2000, p. 7).

²⁶³ ZANCHIM, Kleber Luiz. Contratos Empresariais. Categoria – Interface com contratos de consumo e paritários – Revisão Judicial. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 112.

porque, em primeiro lugar, a análise depende de quem é este investidor e em que condições adquiriu tais títulos. Não se pode dizer que uma pessoa física que adquiriu cotas do fundo por ocasião da abertura de sua conta corrente tem a mesma relação de vulnerabilidade com o fundo do que uma sociedade que adquiriu debêntures de um fornecedor de sua cadeia. Ambas merecem a proteção, mas não se deve negar que no segundo caso há a presunção de maior conhecimento da operação e dos riscos do que no primeiro caso²⁶⁴.

Em ambos, porém, há a delegação da gestão da carteira do fundo ao gestor ou administrador deste, que deverá buscar o melhor negócio dentro da política de investimentos constante do regulamento. Noutras palavras, se se trata de fundo de investimento em renda fixa, o gestor poderá proceder à migração dos investimentos dentro do segmento de renda fixa e não poderá aplicar em valores mobiliários representativos de renda variável²⁶⁵.

Em ambos também há a submissão às normas da CVM, que tem a finalidade de garantir a proteção e segurança do investidor, independentemente de seu grau de conhecimento ou *expertise* para a realização do investimento no mercado de capitais. A razão da existência da CVM não é outra que não assegurar a existência de mercado sólido e confiável para a coletividade, inclusive impondo aos emissores e intermediadores o cumprimento de diversas regras de informação, como os fatos relevantes e os prospectos obrigatórios nas ofertas públicas.

²⁶⁴ Com a alteração do perfil dos investidores e propagação dos investimentos para a coletividade, o homem médio se consolidou como sujeito das relações jurídicas desenvolvidas no mercado de capitais. Mesmo com todas as normas no sentido de fazer transparecer os riscos inerentes aos investimentos, há que se reconhecer a vulnerabilidade técnica e jurídica/científica do homem médio para a compreensão do mercado de capitais. Conforme ensina C. Lima Marques citada por Zanchim: “na vulnerabilidade técnica, o comprador não possui conhecimentos específicos sobre o objeto que está adquirindo e, portanto, é mais facilmente enganado quanto às características do bem ou quanto à sua utilidade, o mesmo ocorrendo em matéria de serviços. A vulnerabilidade técnica, no sistema do CDC, é presumida para o consumidor não profissional, mas também pode atingir o profissional, destinatário final fático do bem”. E continua ‘Já a vulnerabilidade jurídica ou científica é a falta de conhecimentos jurídicos específicos, conhecimentos de contabilidade e economia. Esta vulnerabilidade, no sistema do CDC, é presumida para o consumidor não profissional, e para o consumidor pessoa física. Quantos aos profissionais e às pessoas jurídicas vale a presunção em contrário, isto é, que devem possuir conhecimentos jurídicos mínimos sobre a economia para poderem exercer a profissão, ou devem poder consultar advogados e profissionais especializados antes de obrigar-se”. (ZANCHIM, Kleber Luiz. Contratos Empresariais. Categoria – Interface com contratos de consumo e paritários – Revisão Judicial. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 112).

²⁶⁵ Conforme consta de citação transcrita no início do trabalho, a diferença entre as operações de renda fixa e variável é o conhecimento do fluxo de caixa e do retorno no momento da aplicação. No caso da renda fixa, o fluxo é conhecido, a não ser em razão de inadimplemento por parte do tomador. Já no de renda variável, não há conhecimento do fluxo de caixa que gerará o retorno do investimento, sendo tal fluxo totalmente variável.

Com relação ao entendimento jurisprudencial, percebe-se evolução dos fundamentos expostos nas decisões, principalmente no âmbito do Superior Tribunal de Justiça.

Em 2004, o Superior Tribunal de Justiça confirmou aplicação do Código de Defesa do Consumidor a fundos de investimentos cujas cotas foram ofertadas pelas instituições financeiras a seus clientes utilizando-se de sua estrutura²⁶⁶, restando confirmado, nesta ocasião o entendimento do tribunal de origem de que houve propaganda enganosa e erro de gestão aptos a determinar o dever de indenizar, excluídos lucros cessantes e dano moral²⁶⁷.

Em outro caso levado à sua análise por investidores para pleitear a devolução de perdas financeiras incorridas na aplicação em fundos de investimento²⁶⁸,

²⁶⁶ Processo: AgRg no Ag 552959 RJ 2003/0174809-4, Relator Ministro Carlos Alberto Menezes Direito, Julgamento:06/04/2004, Órgão Julgador: Terceira Turma, Publicação:DJ 17/05/2004 p. 221

²⁶⁷ "FUNDOS DE INVESTIMENTO Os atos governamentais de 13.01.99 não configuram excludentes de caso fortuito ou força maior. Apesar de sua agressividade, houve propaganda esperançosa e o Presidente do grupo admitiu erro de gestão ('venda de fundos de alto risco na rede de varejo; e dar autonomia ao administrador dos fundos'). Mantida a exclusão do banco custodiante, condena-se a administradora do fundo, segundo os valores, em 14.01.99. A propaganda de 'não rentabilidade negativa' e 'perda não superior a 01 dia' integra o contrato, segundo precedentes da jurisprudência e CDC (art. 37). Procedência parcial, confirmada a tutela antecipada, excluídos lucros cessantes e dano moral, incompatíveis com investimentos de risco. Juros da citação e correção do ajuizamento. Provimento parcial do apelo (fl. 94)"

²⁶⁸ PROCESSO CIVIL E CIVIL. RECURSO ESPECIAL. AÇÃO DE INDENIZAÇÃO POR DANOS MATERIAIS. PREQUESTIONAMENTO. AUSÊNCIA. DISSÍDIO JURISPRUDENCIAL. COTEJO ANALÍTICO E SIMILITUDE FÁTICA. AUSÊNCIA. CONTRATO BANCÁRIO. FUNDOS DE INVESTIMENTO. DEVER DE INFORMAÇÃO. ART. 31 DO CDC. TRANSFERÊNCIA DOS VALORES INVESTIDOS PARA BANCO NÃO INTEGRANTE DA RELAÇÃO CONTRATUAL. CONHECIMENTO DO CLIENTE. MERA PRESUNÇÃO. AUSÊNCIA DE ANUÊNCIA EXPRESSA. INTERVENÇÃO BACEN NO BANCO SANTOS S/A. INDISPONIBILIDADE DAS APLICAÇÕES. RESPONSABILIDADE DO BANCO CONTRATADO. OCORRÊNCIA. RESSARCIMENTO DOS VALORES DEPOSITADOS.

1. A ausência de decisão acerca dos dispositivos legais indicados como violados, não obstante a interposição de embargos de declaração, impede o conhecimento do recurso especial.

2. O dissídio jurisprudencial deve ser comprovado mediante o cotejo analítico entre acórdãos que versem sobre situações fáticas idênticas.

3. O princípio da boa-fé e seus deveres anexos devem ser aplicados na proteção do investidor-consumidor que utiliza os serviços de fornecedores de serviços bancários, o que implica a exigência, por parte desses, de informações adequadas, suficientes e específicas sobre o serviço que está sendo prestado com o patrimônio daquele que o escolheu como parceiro.

4. O redirecionamento das aplicações do recorrente ao fundo gerido pelo Banco Santos S/A. configura-se operação realizada pela instituição bancária fora de seu compromisso contratual e legal, que extrapola, por essa razão, a alea natural do contrato. Essa situação não pode ser equiparada, a título exemplificativo, ao risco de que o real se desvalorize frente ao dólar ou de que determinada ação sofra uma queda abrupta na bolsa de valores, pois não se pode chamar de risco, a desonerar a instituição bancária de sua responsabilidade, o que foi sua própria escolha, elemento volitivo, com o qual o conceito de risco é incompatível.

5. Não estando inserida na alea natural do contrato a aplicação junto ao Banco Santos S/A do capital investido pelo recorrente enquanto correntista da instituição financeira recorrida, a mera presunção de conhecimento ou anuência acerca desses riscos não é fundamento para desonerar a instituição bancária da obrigação de ressarcir ao consumidor-investidor os valores aplicados. Deve restar demonstrada a autorização expressa quanto à finalidade pretendida, ônus que cabe ao banco e do

entendeu-se que o dever de informação não foi devidamente cumprido. Como o descumprimento influenciou diretamente no risco assumido pelo investidor, o administrador deveria reparar as perdas que lhe foram impostas.

Em decisão mais recente²⁶⁹, o Superior Tribunal de Justiça entendeu pela inexistência de responsabilidade por perdas cuja existência potencial presumiu ser de conhecimento do investidor, ao julgar o recurso de gestora condenada pelas instâncias ordinárias a pagar indenização por danos materiais gerados aos clientes, em razão de perdas financeiras pelos investimentos realizados.

Apesar da aplicação do CDC ter restado confirmada pela decisão, o tribunal fez análise pormenorizada do tipo de fundo e reconheceu que, por se tratar de investimento de risco, não se pode atribuir ao gestor responsabilidade pelas perdas geradas no âmbito do investimento. O que determina o dever de indenizar, portanto, é a falha na prestação dos serviços danosa ao consumidor e não a mera existência das perdas financeiras. Transcreve-se o voto do Ministro Raul Araújo, que segue a linha do entendimento vencido, ao sustentar que a assunção de riscos é inerente ao ato de investir neste tipo de negócio:

qual, na espécie, não se desincumbiu.

6. Recurso especial provido para condenar o recorrido a restituir ao recorrente os valores depositados. Ônus da sucumbência que se inverte.

Processo REsp 1131073 / MG RECURSO ESPECIAL 2009/0058202-5 Relator(a) Min. Nancy Andriahi Órgão Julgador Terceira Turma Data do Julgamento 05/04/2011 Data da Publicação/Fonte DJe 13/06/2011.

²⁶⁹ RECURSO ESPECIAL. CONSUMIDOR. RESPONSABILIDADE CIVIL. ADMINISTRADOR E GESTOR DE FUNDO DE INVESTIMENTO DERIVATIVO. DESVALORIZAÇÃO DO REAL. MUDANÇA DA POLÍTICA CAMBIAL. PREJUÍZO DO CONSUMIDOR. RISCO INERENTE AO PRODUTO. RECURSO PROVIDO.

1. Em regra, descabe indenização por danos materiais ou morais a aplicador em fundos derivativos, pois o alto risco é condição inerente aos investimentos nessas aplicações. Tanto é assim que são classificados no mercado financeiro como voltados para investidores experientes, de perfil agressivo, podendo o consumidor ganhar ou perder, sem nenhuma garantia de retorno do capital. Como é da lógica do mercado financeiro, quanto maior a possibilidade de lucro e rentabilidade de produto oferecido, maiores também os riscos envolvidos no investimento.

2. No caso em exame, o consumidor buscou aplicar recursos em fundo agressivo, objetivando ganhos muito maiores do que os de investimentos conservadores, sendo razoável entender-se que conhecia plenamente os altos riscos envolvidos em tais negócios especulativos, mormente quando se sabe que o perfil médio do consumidor brasileiro é o de aplicação em caderneta de poupança, de menor rentabilidade e maior segurança.

3. Não fica caracterizado defeito na prestação do serviço por parte do gestor de negócios, o qual, não obstante remunerado pelo investidor para providenciar as aplicações mais rentáveis, não assumiu obrigação de resultado, vinculando-se a lucro certo, mas obrigação de meio, de bem gerir o investimento, visando à tentativa de máxima obtenção de lucro. Não pode ser considerado defeituoso serviço que não garante resultado (ganho) financeiro ao consumidor.

4. Recurso especial conhecido e provido.

Processo REsp 799.241-RJ, Rel. Min. Raul Araújo – Julgamento 14/08/2012.

Embora seja aplicável o Código de Defesa do Consumidor à relação jurídica estabelecida entre o investidor, o administrador e o gestor do fundo derivativo (Súmula 297/STJ), não se pode falar em ofensa ao direito à informação (CDC, art. 8º) ou em publicidade enganosa (CDC, art. 37, § 1º). 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.

Cabe ressaltar que a aplicação do CDC não deve dar e entender que as normas da CVM sejam inaplicáveis às relações dos administradores e gestores com os investidores. Em verdade, as regras da CVM são essenciais para se determinar as obrigações do administrador ou gestor em face dos investidores e para fins de sua proteção, já que são elaboradas pelo órgão mais capaz e especializado tecnicamente para regular o mercado de capitais. Elas devem ser, assim, o ponto de partida para a análise de cumprimento das obrigações de tais prestadores de serviços ao consumidor.

A nosso ver, portanto, seria o caso de se verificar as normas especiais da CVM antes de se perquirir a aplicação do Código de Defesa do Consumidor. Ao se aplicar o Código de Defesa do Consumidor, portanto, deve se levar em conta todo o arcabouço normativo atinente aos fundos, sob pena a discussão tornar-se idêntica à da aquisição de bens duráveis, como uma geladeira, o que não parece ser o caso.

Desta forma, mesmo que se esteja em linha com a argumentação de que o Código de Defesa do Consumidor é potencialmente aplicável a todos os casos, é imprescindível que a discussão leve em conta a assunção de risco inerente ao ato de aplicação em cotas de fundos de investimento²⁷⁰ e, principalmente, investigue a existência de falha na prestação do serviço.

Isto porque a atividade de administração e gestão da carteira de valores mobiliários é obrigação de meio e não de resultado²⁷¹. O administrador tem deveres

²⁷⁰ A aquisição de cotas de fundos de investimento, mesmo em casos de fundos destinados ao investimento em ativos de renda fixa que possuem perfil mais conservador, envolve riscos: de mercado, legais, sistêmicos, operacionais, de liquidez.

²⁷¹ A este respeito, cumpre trazer a lição de WALD, que apesar de tratar a questão no contexto do administrador das sociedades, também é pertinente no que se refere aos administradores de fundos de investimento: "Deve se ter em mente que a obrigação do administrador não é de resultado, mas de meio, pois há uma série de variáveis de mercado que podem acarretar prejuízo para a sociedade. Condena-se grosso modo, a atuação danosa ao patrimônio social quando se podia prevê-la a priori" (WALD, Arnoldo. Comentários ao Novo Código Civil, v. XIV, livro II, do direito de empresa. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 170).

de diligência, cautela, boa-fé objetiva, entre outros²⁷², mas não o de trazer rendimentos aos cotistas. É, inclusive, vedado ao administrador oferecer resultados pré-determinados aos cotistas²⁷³, pelo simples fato de que tais resultados são desconhecidos e variáveis.

Por isso, a análise deve ser minuciosa e considerar a efetiva contribuição da prestação do serviço para a ocorrência da perda. Por exemplo, se houver falha no dever de informação por ocasião da migração de uma aplicação para outra mas não restar provado que a mudança trouxe riscos adicionais, estando dentro dos parâmetros da política de investimento do fundo, não há porque impor o dever de indenizar ao administrador.

Nestes termos, seja o investidor um pequeno empresário, uma dona de casa ou uma grande corporação, as regras de transparência e informação editadas pela Comissão de Valores Mobiliários devem permanecer como ponto de partida para protegê-los. É dizer: se os prestadores de serviços cumprirem tais normas de informação e transparência, deve-se afastar a falha na prestação de serviços no que se refere ao dever de informação.

Aplicar um regime jurídico superprotetor aos investidores para impor às instituições financeiras as perdas geradas pela atividade de risco assumida pelo investidor não parece razoável. O investidor, neste caso, pretende sempre ficar em posição favorável, ou seja, isenta de riscos: enquanto o investimento proporcionar lucros, recebe os rendimentos; mas, quando gerar perdas, recupera o valor investido buscando indenização junto às instituições envolvidas.

É preciso, pois, que os aplicadores do direito tenham parcimônia ao aplicar o regime jurídico do Código de Defesa do Consumidor aos fundos de investimento (como se reconhece ter ocorrido no último acórdão do STJ transcrito acima). Caso negativo, um instituto construído para democratizar os investimentos no mercado financeiro e proporcionar ao pequeno poupador a possibilidade de diversificação de suas aplicações²⁷⁴ acabará por não cumprir seu papel, já que a insegurança jurídica

²⁷² Dentre os deveres dos administrados das Companhias, determinados pela Lei nº 6.404/76 e que podem ser aplicados, estão os elencados no art. 153. “O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.”

²⁷³ Instrução CVM nº 409/2004: Art. 64 - É vedado ao administrador praticar os seguintes atos em nome do fundo:

(...)

V - prometer rendimento predeterminado aos cotistas;

²⁷⁴ “O fundo de investimento, ao permitir a aplicação de recursos em pequeno volume e proporcionar

gera aumento nos custos de transação e, conseqüentemente, nas taxas cobradas pelos agentes do mercado para a estruturação e administração dos fundos. Conseqüentemente, os fundos de investimento deixarão de representar mecanismo viável de compilação e aplicação de recursos da poupança popular para se restringirem a veículo de aplicação de grandes investidores, como ocorria no passado. De um lado, os aplicadores perderiam a possibilidade de diversificarem seus investimentos; de outro, a economia real perderia importante fonte de recursos, juntamente com os administradores, gestores e membros do sistema de distribuição, que perderiam clientes e receita.

Com efeito, a aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos fundos de investimento é outra situação que pode ser avaliada como limitadora da atuação da CVM sobre este instituto. Todavia, essa limitação deve ocorrer no sentido de adicionar aspectos da legislação consumerista ao instituto quando houver configuração da relação de consumo, sem substituir ou invalidar a aplicação das regras da CVM aos fundos de investimento.

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. 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". (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. 2.ed. revisada e atualizada – Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 77).

CONCLUSÃO

Pelo exposto no presente trabalho, conclui-se que os limites à atuação da Comissão de Valores Mobiliários na regulação dos fundos de investimento não estão bem definidos pela legislação, doutrina e jurisprudência da própria Agência Reguladora, o que demonstra haver dúvidas de fato quanto ao âmbito de atuação desta.

Tais dúvidas advêm, num primeiro momento, da inexistência de consenso quanto à função regulatória de tais agências no âmbito do Direito Administrativo, já que há parte relevante da doutrina que insiste em lhes atribuir função meramente regulamentadora, interpretando restritivamente a transferência de função normativa perpetrada pelas leis criadoras das agências, tal como, no caso, pela Lei nº 6.385/1976. Caso esta perspectiva seja levada até as últimas consequências, poder-se-ia questionar toda a regulamentação dos fundos de investimento, já que a CVM criou, para regular os fundos, uma natureza jurídica *sui generis*, consistente num condomínio especial ao qual não se aplicam integralmente as regras do Direito Civil.

Não bastasse a discussão no âmbito do Direito Administrativo, há limitações trazidas pela própria CVM, que se considera incompetente para registrar e fiscalizar fundos de investimento cujas cotas não sejam objeto de oferta pública, demonstrando que o entendimento da autarquia sobre sua função tem como pedra fundamental a existência de oferta pública, ou seja, a dispersão e negociação dos valores mobiliários no ambiente de mercado e não o instituto do fundo de investimento em si. Não seria, portanto, a CVM o órgão responsável pela regulação dos fundos de investimento, mas somente pela regulação de fundos de investimento constituídos para a captação de recursos da poupança popular por meio de oferta pública no mercado de valores mobiliários.

Pode-se dizer, assim, que o envolvimento da CVM não é premissa essencial quando se trata de fundos de investimento, ao contrário do que parece ser o paradigma da maior parte da doutrina, para quem, quando se fala de fundos de investimento, se estaria, necessariamente, falando de atuação da CVM.

O não envolvimento da CVM causa insegurança jurídica, na medida em que é o órgão responsável por lei para a regulação dos fundos de investimento e proteção dos operadores deste instituto e que as demais regras do ordenamento jurídico não são adequadas para realização de tal regulação. Assim, caso prevaleça o

entendimento de atuação restrita da CVM, a proteção dos investidores e demais agentes do mercado de capitais no que se refere aos fundos de investimentos é que ficará limitada.

Por fim, a jurisprudência se firma no sentido da aplicação do CDC aos fundos de investimento, o que altera seu regime jurídico na medida em que representa a intromissão de normas voltadas à proteção do consumidor-investidor e adiciona os preceitos da legislação consumerista a seu regime. Espera-se que esta intromissão se dê de forma a aumentar a segurança do mercado e a proteção à coletividade sem conferir um regime superprotetor que deixe de levar em consideração as características essenciais do instituto e o fato de que a aplicação em fundos de investimento envolve, invariavelmente, a assunção de riscos pelo investidor.

BIBLIOGRAFIA

ALBERT, Miriam, The Howey Test Turns 64: Are the Courts Grading this Test on a Curve? (August 27, 2010). Hofstra University Legal Studies Research Paper No. 10-28. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1666894> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1666894>.

ALBUQUERQUE, Valderly. ANBIMA. Desafios e Perspectivas para a Indústria de Fundos Imobiliários no Brasil. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/pre/evento/arquivos/2010_3_21/2010_3_17_Painel_II_Valdery_Albuquerque.pdf Acesso em: 10/04/2011.

ALONSO, Felix Ruiz. Os Fundos de Investimento. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 1, 1971.

ALVES, Soraya. ANBIMA. Fundos de Investimento. Histórico e Natureza Jurídica. Disponível em: http://www.anbima.com.br/imprensa/noticias/arqs/20091116_alves.pdf Acesso em: 10/04/2011.

AMENDOLARA, Leslie. Direito dos Acionistas Minoritários. São Paulo: Quartier Latin, 2002.

ANDRADE, Erico. O mandado de segurança: a busca da verdadeira especialidade (proposta de releitura à luz da instrumentalidade do processo). Rio de Janeiro, Lumen Juris, 2010.

ASHTON, Peter Walker. A securitização, o mercado de capitais e as sociedades por cotas de responsabilidade limitada. Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, nº 11, p. 7-12, 1996.

ASSAF NETO, Alexandre. Mercado Financeiro. 9ª edição. São Paulo: Atlas, 2009.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS E TÉCNICAS (ABNT). Referências bibliográficas: NBr 6023. São Paulo: ABNT, 2003.

BACHOF, Normas Constitucionais inconstitucionais? p. 34.

BELLOTO, Alessandra. 2010, O ano dos Fundos Imobiliários. Disponível em: <http://www2.senado.gov.br/bdsf/bitstream/id/194350/1/noticia.htm> Acesso em: 10/04/2011.

BIFANO, Elidie Palma. O Mercado Financeiro e o Imposto sobre a Renda. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

BMF&BOVESPA. Mercado de Capitais – Bovespa. Disponível em <http://www.bmaiscompet.com.br/arquivos/MercadodeCapitaisBovespa.pdf>. Acesso em 11/02/2014.

BNDES. “Entendendo a crise do subprime”, Jan 2008. Disponível em http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/visao/visao_44.pdf. Acesso em 27/08/2014.

BOBBIO, Norberto. Da estrutura à função. Novos estudos de teoria do direito. Barueri: Manole, 2007.

BRANT, Leonardo Nemer Caldeira (coord.). Direito Internacional Contemporâneo. Curitiba: Juruá, 2011.

BRINA, Osmar Correa-Lima. Conceito de Valor Mobiliário nos Direitos Brasileiro e Norte Americano, disponível em <http://daleth.cjf.jus.br/revista/seriecadernos/VOL16-6.htm>. Acesso em 25/02/2014.

CHEVALLIER, Jacques. La régulation juridique en question, Droit et société 3/ 2001 (n°49), p. 827-846. Disponível em: www.cairn.info/revue-droit-et-societe-2001-3-page-827.htm. Acesso em 24/07/2014.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. Teoria palco-platéia: a interação entre regulação e autorregulação do mercado de bolsa. 2010. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010, p. 52. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-25082011-111452/>. Acesso em 20/03/2014.

CAMARA, Paulo. Regulação dos Mercados de Valores Mobiliários: fundamento e estrutura. Cadernos de ciência da legislação nº 48. Oeiras/Portugal: Instituto Nacional de Administração, 2009.

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

CARVALHOSA, Modesto, Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, v. 1, Saraiva: São Paulo, 2001.

_____; EIZIRIK, Nelson. A Nova Lei das S/A. São Paulo, Saraiva, 2002.

CASSESE, Sabrino. Fortuna e decadenza della nozione di Stato. *In*: SCRITTI in Onore di Massimo Severo Giannini, v. I.

COMPARATO, Fábio Konder. Novos Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

_____. O Poder de Controle da Sociedade Anônima, Forense, Rio de Janeiro, 1983.

CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento Técnico nº 25.

_____. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento Técnico nº 39.

CRUZ, Clara Gazzinelli de Almeida. Fundos de investimento: um novo tipo de Pessoa Jurídica – Nova Lima: Faculdade de Direito Milton Campos / FDMC, 2009.

CVM. Fundo de Investimento Imobiliário. Caderno 6 Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/protinvcaderono6> Acesso em: 10/04/2011.

DAVIS, Stephen M. Os novos capitalistas: a influência dos investidores-cidadãos nas decisões das empresas. Rio de Janeiro: Elsevier: PREVI, 2008.

DELGADO, José Augusto. Reflexões sobre o mercado de valores mobiliários e fundos de investimentos. Atuação do Banco Central e da Comissão de Valores mobiliários. Revista de direito bancário, do mercado de capitais e arbitragem, São Paulo, n. 3, 24-40, 1998.

DE LUCCA, Newton. As Bolsas de Valores e os Valores Mobiliários, disponível em <http://daleth.cjf.jus.br/revista/seriecadernos/VOL16-9.htm>, acesso em 24/02/2014.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (Coord.). Direito Regulatório. Temas Polêmicos. Belo Horizonte: Fórum, 2003.

_____. Discricionariedade administrativa na Constituição de 1988. São Paulo/SP: Atlas, 1991.

_____. Parcerias na administração pública, 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

DRUCKER, Peter. Desafios gerenciais para o século XXI. São Paulo: Pioneira, 1999.

ECKER, Ricardo Luiz; VEITZMAN, Flávio. Novas regras de tributação aplicáveis aos fundos de investimento imobiliários. Pinheiro Neto. Disponível em: http://www.pinheironeto.com.br/upload/tb_pinheironeto_artigo/pdf/030909084001anexo_bi2072a.pdf Acesso em: 10/04/2011.

EXPOMONEY. A importância do analista de investimento. Edição nº. 32. Disponível em <http://www.expomoney.com.br/newsnova/materia.asp?rreg=236>. Acesso em 06/06/2010.

EIZIRIK, Nelson: Regulamentação e auto regulamentação do mercado de valores mobiliários. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro nº 48, São Paulo, 1982.

_____. Temas de Direito Societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávio; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais. Regime Jurídico. Editora Renovar, 2008.

ESTEVES, Rui; CHAMBERS, David. The First Global Emerging Markets Investor: Foreign & Colonial Investment Trust 1880-1913 (July 2, 2013). Explorations in Economic History (Forthcoming). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2024921> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2024921>. Acesso em 26/08/2014.

FERES, Marcelo Andrade. Sociedade em Comum. Disciplina Jurídica e Institutos Afins. São Paulo: Saraiva, 2011.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. Novo Dicionário Aurélio.

FILHO, Calixto Salomão (coord.). Regulação e Desenvolvimento. São Paulo: Malheiros, 2002.

FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: produtos e serviços. 16ª edição. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

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

_____. A Sociedade em Comum. São Paulo: Malheiros, 2013.

FREITAS, Ricardo de Santos. Natureza jurídica dos fundos de investimento. São Paulo, Quartier Latin, 2006.

_____. Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento. Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais. In: MOSQUERA, Roberto Mosquera (coord.) São Paulo: Dialética, 1999.

_____. Aspectos atuais do mercado financeiro e de capitais. São Paulo, Dialética, 1999.

GAAL, Ariadna Bohomoletz. A caracterização de Emissão Pública e Privada de Valores Mobiliários no Direito Americano, in Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico e Financeiro, v.63, pp.48.

GAGGINI, Fernando Schwars. Fundos de investimento no direito brasileiro. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2001.

GALBRAITH, John, K. A Era da Incerteza. 9ª edição. São Paulo: Pioneira, 1998.

GALVÊAS, Ernane. Revista de direito bancário e do mercado de capitais. Ano II, nº. 41, julho-setembro de 2008. O mercado brasileiro de capitais. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais.

GRAU, Eros. O Direito Posto e o Direito Pressuposto, 5. Ed, São Paulo: Malheiros, 2003.

GUIMARÃES, Bernardo Strobel. Da regulação como função de direito administrativo. 2007. Dissertação (Mestrado em Direito do Estado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2134/tde-25022008-155225/>>. Acesso em: 2014-02-20.

HERTOG, Johan den. General Theories of Regulation, <http://encyclo.findlaw.com/5000book.pdf>. Acesso em 18/02/2014.

HERTOG, Johan den. Review of Economic Theories of Regulation Utrecht School of Economics Utrecht University December 2010.

HOUASSIS, A. e VILAR, M. S. Dicionário Houassis da Língua Portuguesa. Rio de Janeiro: Objetiva, 2001.

JUSTEN FILHO, MARÇAL. O Direito das Agências Reguladoras Independentes, São Paulo: Dialética, 2002.

KÜMPEL, Siegfried. Direito de mercado de capitais. do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro - introdução. Rio de Janeiro: Renovar. 2007.

LA PORTA, Rafael/Florencio Lopez de Silanes/Andrei Shleifer/Robert Vishny, Investor Protection and Corporate Governance, in Journal of Financial Economics, nº 58 (2000), 3-27.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O Conceito de "Security" no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro, in Revista de Direito Mercantil Industrial Econômico e Financeiro, v.14, 1974, pp. 41-60.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. "O conceito de valor mobiliário" Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, revista dos Tribunais, nº 59, jul/set 1985, pp. 44-45.

MEDAUAR, Odete. Direito Administrativo Moderno, 5ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2001.

MELLO, Celso Antonio Bandeira. Curso de Direito Administrativo, 19ª edição. São Paulo: Malheiros, 2005.

MONTEIRO, Rogério. Responsabilidades do administrador de Fundos de Investimento. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais v. 3.

MONTESQUIEU. O espírito das leis. Introdução, tradução e notas de Pedro Vieira Mota, 2. Ed, São Paulo: Saraiva, 1992.

MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais, 1º volume, São Paulo: Dialética, 1999.

____ (coord.). Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais, 2º volume, São Paulo: Dialética, 2000.

____. Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo: Dialética, 1999.

NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. Securitização de Recebíveis Mercantis. São Paulo, Quartier Latin, 2012.

NAVARRINI, Umberto. In Torno Alla Natura Giuridica dei Titoli di Credito. Torino: Unione Tipografico Editrice, 1898, disponível em www.forgottenbooks.org. Acesso em 24/08/2014.

NETO, Diogo de Figueiredo Moreira. Administração Pública Consensual. Carta Mensal, vol. 42, nº.500. Rio de Janeiro: CNC, 1996.

____. Administração Pública no Estado Contemporâneo – Eficiência e Controle. Pp. 23 e 24, Disponível em <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/176099/000475964.pdf?sequence=3>), acesso em 27/07/2014.

_____. Uma Avaliação das Tendências Contemporâneas do Direito Administrativo. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

OLIVEIRA, Marcos Cavalcante de. Moeda, Juros e Instituições Financeiras. Regime Jurídico. 2ª ed. São Paulo: Forense, 2009.

PALERMO, Fernanda Keline de Oliveira. O fundo de investimento imobiliário. Disponível em: <http://jus.uol.com.br/revista/texto/2573/o-fundo-de-investimento-imobiliario/3> Acesso em: 10/02/2011.

PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do “*Insider Trading*”. Disponível em http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/Publ_600.asp. Acesso em 26/08/2014.

PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi (coord.) – Mercado de Capitais Brasileiro. Doutrina, Cases e Materials. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

PERRICONE, Scheila. Fundos de Investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais e da Arbitragem v. 11, p. 80 a 101.

PONTES, Aloísio Lopes. Instituições Financeiras Privadas, 1982.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Comentários à Constituição de 1967 com a Emenda nº 1 de 1969, t. III, São Paulo, RT, 1970, p. 314.

POSNER, Richard. Theories of Economic Regulation, *The Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 5, No. 2 (Autumn, 1974).

REQUIÃO, R. Curso de Direito Comercial. v.1, São Paulo: Saraiva, 1980.

RIBEIRO, Marcelo Viera. Analistas de investimentos – aspectos econômicos e regulatórios. Junho de 2005. Disponível em http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/ie_ufrj_cvm/Marcelo_Vieira_Ribeiro.pdf, acesso em 06 de junho de 2010.

RODRIGUEZ-ARANA, Jaime. Interés General, Derecho Administrativo y Estado Del Bienestar. Madrid: lustel, 2012.

SAINT-EXUPÉRY, Antoine. Le Petit Prince. Disponível em http://www.ebooksgratuits.com/pdf/st_exupery_le_petit_prince.pdf. Acesso em 24/08/2014.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida: Os valores mobiliários na Lei das S.As. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, V. 36, nº 107, jul/set 1998.

SANDEL, Michael J. Justiça – o que é fazer a coisa certa. 6ª edição. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2012.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Regulação da Atividade Econômica. Princípios e Fundamentos Jurídicos. São Paulo: Malheiros, 2012.

____ (coord.). Regulação e Desenvolvimento. São Paulo: Malheiros, 2012.

SANTOS, Fernando Teixeira dos. Avaliação Geral e Perspectivas de Regulação do Mercado de Capitais, Disponível em <http://www.cmvm.pt/CMVM/A%20CMVM/Conferencias/Intervencoes/Documents/7c86cc6af28d463baf3519178d474b1e20011115.pdf>. Acesso em 29/04/2014.

SCARTEZZINI, Ana Maria. A Tributação dos Fundos de Investimento. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais v. 30, p. 232 a 291.

SILVA, De Plácido e. Vocabulário Jurídico. 11 ed. Rio de Janeiro: Forense, 1989.

SILVA, José Afonso da. Curso de Direito Constitucional Positivo. 16ed. São Paulo: Malheiros, 1998.

SILVA, Rodrigo Alves da. Os fundos de investimento financeiro à luz do Código de Defesa do Consumidor: a proteção jurídica do investidor. Revista de direito privado, São Paulo, n. 17, 2004.

STUBER. Walter Douglas. A Nova Regulamentação dos Fundos de Investimento. São Paulo: Revista de Direito Bancário, 2005.

SZTAJN, Raquel. Cotas de fundos imobiliários – novo valor mobiliário. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro, São Paulo, n. 93, nova série, 1994.

_____. Conceito de liquidez na disciplina do mercado de valores imobiliários. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro, São Paulo, n. 126, nova série, 2002.

_____. Regulação e mercado de valores mobiliários. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, ano 43, nº 135, julho/setembro 2004

TÁCITO, Caio. Temas de Direito Público, 3º Volume. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

The Regulation of Risky Investments. Harvard Law Review Vol. 83, No. 3 (Jan., 1970).

TOMÉ, Maria João Romão Carreiro Vaz. Fundos de investimento mobiliário abertos. Coimbra: Almedina, 1997.

TRINDADE, Marcelo. Vedações à negociação de valores mobiliários por norma regulamentar: Interpretação e Legalidade.

TURCZYN, Sidnei. O Sistema Financeiro Nacional e a Regulação Bancária. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Bancos Centrais no Direito Comparado. O Sistema Financeiro Nacional e o Banco Central do Brasil. São Paulo: Malheiros, 2005.

VITAL MOREIRA. Auto-regulação profissional e Administração Pública. Coimbra: Almedina, 1997.

YAZBEC, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro, Elsevier, 2007.

WALD, Arnaldo. Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário, Revista Forense, volume 309.

____ (coord.). O Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: APEC Editora, 1970.

____. GOLÇALVES, Fernando. SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coordenação); FREITAS, Bernardo Vianna; CARVALHO, Mario TAVERNARD Martins de (org.). Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais – Homenagem ao Prof. Osmar Brina Correa-Lima. pp. 659 660. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ZACLIS, Lionel. Proteção coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais. São Paulo: RT, 2007.

ZANCHIM. Kleber Luiz. Contratos Empresariais. Categoria – Interface com contratos de consumo e paritários – Revisão Judicial. São Paulo: Quartier Latin, 2012.