



Felipe Hanszmann e Lucas Hermeto (Organizadores)

# Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais

Volume V - Edição Especial

## FUNDOS DE INVESTIMENTO

Alexandre Costa Rangel | Alexandre Pinheiro dos Santos | Ana Carolina Weber  
Ana Luisa Fucci | André Santos Ferraz | Antonio Augusto Tiburcio  
Bernardo Fabião Barbeito de Vasconcellos | Bruno Miranda Gontijo | Caio Brandão  
Camila Kneitz | Camila Tinoco | Carla Saback Dau | Carlos Martins Neto | Cláudia Gruppi Costa  
Daniel Kalansky | Daniel Walter Maeda Bernardo | David Casz Schechtman  
Eduardo Caminati Anders | Eli Loria | Elmiro Chiesse Coutinho Neto | Fabiano M. Bitiato  
Fabiola Cavalcanti | Felipe Hanszmann | Felipe Paiva | Fernando Schwarz Gaggini  
Giovanna Queiroz Silva | Guilherme Setoguti J. Pereira | Guilherme Teno Castilho Misale  
Gustavo José Mizrahi | Gustavo Rabello | Gustavo Tavares Borba | Henrique Cunha Barbosa  
Igor Muniz | Isabel Cantidiano | João F. B. Sartini | João Laudo de Camargo | João Luiz Frossard Pestana  
da Silva | João Marcelo Sant'Anna da Costa | Juliana Botini Hargreaves Vieira  
Julio Maia Vidal | Leonardo Kiyoji Guedes Kano | Lucas Hermeto | Luciana Dias | Luiza Coelho da Rocha  
Luiz Felipe Cordeiro | Maira Beauchamp Salomi | Marcio de Carvalho Silveira Bueno  
Maria Lucia Cantidiano | Maria Paes Barreto de Araujo Carvalho | Marina Copola  
Mário Tavernard Martins de Carvalho | Mauricio Moreira Mendonça de Menezes  
Milena Donato Oliva | Nicholas Furlan Di Biase | Pablo Renteria | Paula Moraes Borges de Souza  
Paulo Fernando Campos Salles de Toledo | Paulo Vieira | Rafael Andrade | Ricardo Mafra  
Rodrigo Dufloth | Rodrigo Requena | Vitor Mendes Costa Pinto

**Editor**

João Luiz da Silva Almeida

**Conselho Editorial**

Abel Fernandes Gomes  
Adriano Pilatti  
Alexandre Bernardino Costa  
Ana Alice De Carli  
Anderson Soares Madeira  
André Abreu Costa  
Beatriz Souza Costa  
Bleine Queiroz Caúla  
Bruno Soeiro Vieira  
Daniela Copetti Cravo  
Daniele Maghelly Menezes Moreira  
Diego Araujo Campos  
Enzo Bello  
Firly Nascimento Filho  
Flávio Ahmed  
Frederico Antonio Lima de Oliveira  
Frederico Price Grechi  
Geraldo L. M. Prado

Gina Vidal Marcílio Pompeu  
Gisele Cittadino  
Gustavo Noronha de Ávila  
Gustavo Sénéchal de Goffredo  
Jean Carlos Dias  
Jean Carlos Fernandes  
Jeferson Antônio Fernandes Bacelar  
Jerson Carneiro Gonçalves Junior  
João Marcelo de Lima Assafim  
João Theotonio Mendes de Almeida Jr.  
José Emilio Medauar  
José Ricardo Ferreira Cunha  
José Rubens Morato Leite  
Josiane Rose Petry Veronese  
Leonardo El-Anme Souza e Silva da Cunha  
Lúcio Antônio Chamon Junior  
Luigi Bonizzato  
Luis Carlos Alcoforado

Luiz Henrique Sormani Barbugiani  
Manoel Messias Peixinho  
Marcelo Pinto Chaves  
Marcelo Ribeiro Uchôa  
Márcio Ricardo Staffen  
Marco Aurélio Bezerra de Melo  
Marcus Maurícios Holanda  
Maria Celeste Simões Marques  
Murilo Siqueira Comério  
Océlio de Jesus Carneiro de Moraes  
Ricardo Lodi Ribeiro  
Roberto C. Vale Ferreira  
Salah Hassan Khaled Jr.  
Sérgio André Rocha  
Simone Alvarez Lima  
Valter Moura do Carmos  
Vicente Paulo Barreto  
Victor Sales Pinheiro  
Vinícius Borges Fortes

**Conselheiros beneméritos**

Denis Borges Barbosa (*in memoriam*)  
Marcos Juruena Villela Souto (*in memoriam*)

**Filiais****Sede: Rio de Janeiro**

Rua Octávio de Faria, nº 81 – Sala 301  
CEP: 22795-415  
Recreio dos Bandeirantes  
Rio de Janeiro – RJ  
Tel. (21) 3933-4004 / (21) 3249-2898

**Maceió**

(Divulgação)  
Cristiano Alfama Mabilia  
cristiano@lumenjuris.com.br  
Maceió – AL  
Tel. (82) 9-9661-0421

**São Paulo**

(Distribuidor)  
Rua Sousa Lima, 75  
CEP: 01153-020  
Barra Funda – São Paulo – SP  
Telefax (11) 5908-0240

Felipe Hanszmann e Lucas Hermeto (Organizadores)

# Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais

Volume V - Edição Especial

## FUNDOS DE INVESTIMENTO

Alexandre Costa Rangel | Alexandre Pinheiro dos Santos | Ana Carolina Weber

Ana Luisa Fuccl | André Santos Ferraz | Antonio Augusto Tiburcio

Bernardo Fabião Barbeito de Vasconcellos | Bruno Miranda Gontijo | Caio Brandão

Camila Kneitz | Camila Tinoco | Carla Saback Dau | Carlos Martins Neto | Cláudia Gruppi Costa

Daniel Kalansky | Daniel Walter Maeda Bernardo | David Casz Schechtman

Eduardo Caminati Anders | Eli Loria | Elmiro Chiesse Coutinho Neto | Fabiano M. Bitiato

Fabiola Cavalcanti | Felipe Hanszmann | Felipe Paiva | Fernando Schwarz Gaggini

Giovanna Queiroz Silva | Guilherme Setoguti J. Pereira | Guilherme Teno Castilho Misale

Gustavo José Mizrahi | Gustavo Rabello | Gustavo Tavares Borba | Henrique Cunha Barbosa

Igor Muniz | Isabel Cantidiano | João F. B. Sartini | João Laudo de Camargo | João Luiz Frossard Pestana

da Silva | João Marcelo Sant'Anna da Costa | Juliana Botini Hargreaves Vieira

Julio Maia Vidal | Leonardo Kiyoji Guedes Kano | Lucas Hermeto | Luciana Dias | Luiza Coelho da Rocha

Luiz Felipe Cordeiro | Maira Beauchamp Salomi | Marcio de Carvalho Silveira Bueno

Maria Lucia Cantidiano | Maria Paes Barreto de Araujo Carvalho | Marina Copola

Mário Tavernard Martins de Carvalho | Mauricio Moreira Mendonça de Menezes

Milena Donato Oliva | Nicholas Furlan Di Biase | Pablo Renteria | Paula Morais Borges de Souza

Paulo Fernando Campos Salles de Toledo | Paulo Vieira | Rafael Andrade | Ricardo Mafra

Rodrigo Dufloth | Rodrigo Requena | Vitor Mendes Costa Pinto

EDITORA LUMEN JURIS

RIO DE JANEIRO

2021

Copyright © 2021 by Felipe Hanszmann  
Lucas Hermeto

Categoria: Direito Empresarial e Comercial

PRODUÇÃO EDITORIAL  
Livraria e Editora Lumen Juris Ltda.

Diagramação: Rômulo Lentini

A LIVRARIA E EDITORA LUMEN JURIS LTDA.  
não se responsabiliza pelas opiniões  
emitidas nesta obra por seu Autor.

É proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer  
meio ou processo, inclusive quanto às características  
gráficas e/ou editoriais. A violação de direitos autorais  
constitui crime (Código Penal, art. 184 e §§, e Lei nº 6.895,  
de 17/12/1980), sujeitando-se a busca e apreensão e  
indenizações diversas (Lei nº 9.610/98).

Todos os direitos desta edição reservados à  
Livraria e Editora Lumen Juris Ltda.

Impresso no Brasil  
*Printed in Brazil*

CIP-BRASIL. CATALOGAÇÃO-NA-FONTE

---

A886a

Atualidades em direito societário e mercado de capitais : fundos de  
investimento / organizadores : Felipe Hanszmann, Lucas Hermeto. – Rio  
de Janeiro : Lumen Juris, 2021.

732 p. ; 23 cm. – (Série Atualidades em Direito Societário e Mercado  
de Capitais ; 5).

Inclui bibliografia.

ISBN 978-65-5510-584-1

1. Direito empresarial. 2. Direito societário. 3. Fundos de investimento.  
4. Mercado de capitais. I. Hanszmann, Felipe. II. Hermeto, Lucas.  
III. Título. IV. Série.

CDD 346.81065

Ficha catalográfica elaborada por Ellen Tuzi CRB-7: 6927

## Apresentação

Após quatro edições da coletânea *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais* dedicadas a temas livres nessas matérias, resolvemos consagrar o quinto volume ao estudo dos fundos de investimento, tema constante de nossas atividades profissionais e de nosso particular interesse. O instituto já havia sido foco de excelentes artigos publicados nas edições anteriores e a atenção que recai sobre ele é crescente, por diversos motivos que não precisam ser explicitados nesta apresentação – até porque podem ser extraídos, com muito mais propriedade, dos trabalhos que vêm a seguir.

Apenas para exemplificar, na data de submissão desta obra à edição, encontra-se em curso a Audiência Pública SDM nº 08/20, que a CVM lançou com o objetivo de modernizar a regulamentação de fundos de investimento. Como se sabe, trata-se de movimento deflagrado, entre outras razões, pelas alterações pioneiras promovidas pela Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019), que introduziu uma sequência de artigos no Código Civil para tratar do instituto – com relação a pontos relevantes que são objeto de alguns dos trabalhos a seguir (como a possibilidade de limitação da responsabilidade de cotistas e dos prestadores de serviço do fundo). A atualidade do tema justifica, então, que uma edição inteira da coletânea *Atualidades* lhe seja dedicada.

Mantendo-se a tradição e a fórmula dos últimos volumes, esta obra compõe-se de artigos elaborados por profissionais de perfis diversos, que compreendem desde jovens que se dedicam ao estudo de temas afetos a Direito Societário e Mercado de Capitais, até figuras consagradas e autoridades no mercado jurídico nacional. Como nas edições precedentes, tema, abordagem e extensão dos trabalhos poderiam ser definidos livremente pelos autores, desde que – requisito inaugurado no presente volume – o objeto do estudo guardasse alguma relação com fundos de investimento. Encorajamos, inclusive, que os autores, se assim quisessem, escrevessem sobre assuntos que tivessem interseções com o que outros estavam escrevendo. Decerto, a nosso ver, a atualidade e a relevância das discussões sobre fundos comportam a utilidade de múltiplas opiniões sobre pontos coincidentes, ainda que reunidas na mesma obra coletiva.

Toda essa liberdade e fluidez – que são do DNA da coletânea – fazem com que o livro não se proponha a exaurir o estudo do tema, senão a compilar as diversas opiniões que pudemos recolher, até o envio para edição, sobre seus diversos aspectos. Pelas mesmas razões, os artigos refletem, exclusivamente, a opinião do(s) respectivo(s) autor(es), de modo que é possível, inclusive, que entre eles exista divergência de interpretação sobre pontos controversos.

Para a nossa felicidade, o chamado para a obra provocou adesões vastas e entusiasmadas, inclusive de autores que, por falha nossa, não constavam do nosso *mailing* original, mas que nos manifestaram o interesse de, merecidamente, estar no mesmo barco. E ao final, elas se converteram em trabalhos de calibre, que já nascem fundamentais para o estudo dos fundos de investimento no Direito brasileiro. A qualidade

do produto nos deixa orgulhosos pela iniciativa, mas o mérito é 100% dos autores, a quem vão os nossos agradecimentos.

Para tornar a obra mais didática, procuramos organizar os artigos em *macro* grupos de tema, conforme identificássemos que os assuntos abordados em cada um deles guardassem alguma afinidade entre si. Obviamente, a rotulação de cada grupo e a classificação dos artigos configuram tarefas ingratas e necessariamente falhas. Um trabalho sobre responsabilidade de gestor de FIPs poderia entrar tanto no grupo de artigos sobre gestores e administradores como naquele sobre fundos estruturados, para dar um exemplo. Qualquer desconforto com relação à ordenação dos artigos, então, aí sim, recai 100% na responsabilidade dos organizadores.

Por fim, a obra também não seria possível sem a contribuição de Simone Cohn Dana, acadêmica competente e interessada – em vias de se tornar advogada –, que nos auxiliou com a revisão formal dos trabalhos. A ela devemos, igualmente, uma mensagem singela de gratidão.

Rio de Janeiro, janeiro de 2021.

**Felipe Hanszmann**  
**Lucas Hermeto**



# Natureza jurídica dos fundos de investimento e responsabilidade de seus cotistas à luz da Lei de Liberdade Econômica: como ficou e como poderia ter ficado

Carlos Martins Neto<sup>1</sup>

SUMÁRIO: 1. Introdução; 2. Síntese das teorias a respeito da natureza jurídica dos fundos de investimento; 3. Breves notas sobre a responsabilidade dos cotistas de fundos de investimento previamente à edição da Lei de Liberdade Econômica; 4. Análise crítica das disposições da Lei de Liberdade Econômica a respeito da natureza jurídica dos fundos de investimento e da responsabilidade de seus cotistas (como ficou); 5. Ideias para eventual revisão legislativa (como poderia ter ficado); 6. Conclusões; 7. Bibliografia.

## 1. Introdução

A demanda do público investidor pela apreciação das vantagens de um mecanismo especializado e da diluição de riscos é a principal razão do surgimento dos fundos de investimento. Por meio de um fundo, o investidor passa a ter acesso a um portfólio de investimentos que não conseguiria ou teria dificuldades de acessar de maneira individual,<sup>2</sup> além de contar com uma gestão profissional da carteira de investimentos.

Segundo Maria João Vaz Tomé, os benefícios da aplicação por meio de fundos de investimento, sob a ótica dos cotistas, consistem no aproveitamento de uma gestão profissional, no compartilhamento de riscos, na estabilização do rendimento e na mitigação da desvalorização.<sup>3</sup>

1 Doutorando e Mestre em Direito de Empresa e Atividades Econômicas pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Graduado em Direito pela UERJ. Extensão em Finanças pelo COPPEAD/UFRJ. Professor convidado do Programa de Pós-graduação da Fundação Getúlio Vargas – FGV-RIO e do MBA em Finanças do COPPEAD/UFRJ. Advogado.

2 Seja em razão dos valores mínimos exigidos para aplicação em determinadas modalidades de investimento, seja em razão da necessidade de prévio relacionamento com determinada instituição financeira ou distribuidor de valores mobiliários para se ter acesso a determinada modalidade de investimento. Sobre esse particular, ver VEIGA, Alexandre Brandão da. *Fundos de investimento mobiliário e imobiliário*. Coimbra: Almedina, 1999, p. 20.

3 VAZ TOMÉ, Maria João Romão Carreiro. *Fundos de investimento mobiliário abertos*. Coimbra: Almedina, 1997, p. 20-21.

Ao tratar das vantagens e desvantagens dos fundos de investimento em publicação destinada a servir como material didático para cursos sobre fundamentos do mercado de capitais em instituições de ensino superior, a CVM se manifestou no seguinte sentido:

Existem alguns motivos que podem levar alguém a investir com a ajuda de um fundo: você conta com gestão profissional para o seu dinheiro, tem acesso à uma estratégia de diversificação a custos menores, podendo ter uma carteira de investimento que você não conseguiria montar sozinho. O investidor tem ainda a vantagem de conseguir resgatar rapidamente o seu dinheiro. Os fundos de investimento possibilitam que investidores de perfil similar, com objetivo, estratégias e tolerância a risco parecidos, concentrem recursos para aumentar seu poder de negociação e diluir os custos de administração, além de contarem com profissionais especializados, dedicados exclusivamente à gestão dos recursos.<sup>4</sup>

No atual cenário econômico vivenciado no Brasil, em que a taxa básica de juros sofreu uma queda drástica nos últimos cinco anos, saindo de 14,25% ao ano em julho de 2015 para os atuais 2,00% ao ano<sup>5</sup>, a procura por tal mecanismo de investimento tem crescido significativamente<sup>6</sup>, sobretudo entre os investidores pessoa natural. Tal movimento decorre do maior apetite a risco assumido pelos investidores, que têm aplicado em fundos recursos outrora alocados em ativos de renda fixa, no intuito de obter maiores rendimentos para o capital.

Apesar de o Brasil possuir uma das maiores indústrias de fundos de investimento do mundo<sup>7</sup>, até a edição da Lei nº 13.874/2019, a natureza jurídica dos fundos não era uma questão bem resolvida e definida com clareza em lei.

Explica-se: em 1965 foi publicada a Lei nº 4.728, que dispôs sinteticamente sobre os fundos de investimento em apenas dois artigos:

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

4 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019, p. 94.

5 De acordo com as Atas da 192ª e da 232ª Reuniões do Comitê de Política Monetária – COPOM do Banco Central do Brasil, realizadas, respectivamente, em 28 e 29.07.2015 e 11.08.2020. Disponíveis em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/cronologicos>>. Acesso em 13.09.2020.

6 Sobre esse aspecto, veja-se: OLIVEIRA, João José. Mesmo na crise, brasileiro aposta na Bolsa e busca fundo de ações. Portal Uol Economia. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/financas-pessoais/noticias/redacao/2020/06/01/bolsa-resiste-a-criese-a-atrai-mais-investir-brasileiro.htm>>. Acesso em 13.09.2020.

7 De acordo com o relatório “Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows First Quarter 2020”, publicado pela Associação Internacional de Fundos de Investimento. Disponível em: <[https://www.iifa.ca/industry\\_statistics/index.html](https://www.iifa.ca/industry_statistics/index.html)>. Acesso em 13.09.2020.



II - a administração de *fundos em condomínio* ou de terceiros, para aplicação nos termos do inciso anterior.

[...]

§ 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.

Art. 50. Os *fundos em condomínios de títulos ou valores mobiliários* poderão converter-se em sociedades anônimas de capital autorizado, a que se refere a Seção VIII, ficando isentos de encargos fiscais os atos relativos à transformação.

Até a edição da Lei de Liberdade Econômica, a Lei nº 4.728 era, ao lado das Leis nº 8.668/1993, 11.478/2007 e 13.043/2014, uma das poucas leis que tratavam dos fundos de investimento. Como se pode notar da redação das referidas leis, não havia uma definição clara da natureza jurídica dos fundos de investimento, mas tão somente menções a “fundos em condomínio”, “fundo [...] sob a forma de condomínio fechado” e “fundo [...] sob a forma de condomínio aberto”.

Após a alteração da Lei nº 6.385/1976 pela Lei nº 10.303/2001, que incluiu as cotas de fundos de investimento no rol de valores mobiliários previstos na lei e, conseqüentemente, outorgou competência plena à CVM para regular e fiscalizar a matéria<sup>8</sup>, a referida autarquia passou a exercer o protagonismo na regulação e fiscalização dos fundos de investimento. Na esteira dos dispositivos de lei então existentes, a CVM sempre considerou os fundos de investimento como “uma comunhão de recursos constituída sob a forma de condomínio”.<sup>9</sup>

Tal construção repercute diretamente no regime de responsabilidade do investidor que subscreve ou adquire cotas de fundo de investimento – o cotista.

Como o condomínio não possui personalidade jurídica, tratando-se, em síntese, de instituto com o escopo de disciplinar a copropriedade, não havia no ordenamento qualquer regra para solucionar sua eventual insolvência como entidade autônoma. Por essa razão, a regra geral sempre foi a de que os cotistas respondem pelo patrimônio negativo do fundo.

8 Entre a edição da Lei nº 4.728/1965 e a edição da Lei nº 6.385/1976, a regulação e fiscalização dos fundos de investimento era de competência do Banco Central do Brasil. Com a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pela Lei nº 6.385/976, passou a haver uma duplicidade de regulação, sendo alguns fundos regulados pelo Banco Central e outros pela CVM. Por meio da Resolução nº 1.787/1991, o Conselho Monetário Nacional atribuiu poderes à CVM para regular e adotar medidas que entendessem necessárias relativamente à constituição e funcionamento dos fundos mútuos de ações.

9 Sobre esse particular, vale mencionar: Instrução CVM nº 148, de 3 de julho de 1991 (revogada); Instrução CVM nº 177, de 6 de fevereiro de 1992 (revogada); Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994 (revogada); Instrução CVM nº 209, de 25 de março de 1994 (revogada); Instrução CVM nº 278, de 8 de maio de 1998 (revogada); Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001; Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003 (revogada); Instrução CVM nº 399, de 21 de novembro de 2003; Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004 (revogada); Instrução CVM nº 462, de 26 de novembro de 2007; Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008; Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014; e Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016.

Tal fato submetia o cotista a uma responsabilidade indireta incompatível com a posição de mero investidor e foi objeto de cuidadosa análise em obra dedicada ao tema (com foco nos fundos de investimento em participação)<sup>10</sup> que contribuiu para amplificar o debate acerca da estrutura e função dos fundos de investimento no Brasil sob o viés da responsabilidade do cotista.

Com a edição da Lei de Liberdade Econômica, em setembro de 2019, dentre diversas outras disposições com o objetivo de aprimorar o ambiente de negócios no Brasil, foram incluídos os artigos 1.368-C e 1.368-D no Código Civil, que dispõem sobre a natureza jurídica condominial dos fundos de investimento e sobre a possibilidade de limitação da responsabilidade dos cotistas, por meio de previsão do regulamento nesse sentido.

Logo, por expressa disposição legal, aos fundos de investimento foi atribuída a natureza jurídica de *condomínio de natureza especial*, além de ter sido possibilitada a limitação de responsabilidade do cotista, mesmo sem a atribuição de personalidade jurídica ao fundo.

Feitos esses esclarecimentos iniciais, o presente trabalho se ocupará de analisar criticamente as disposições da Lei de Liberdade Econômica a respeito da natureza jurídica dos fundos de investimento no Brasil e do regime de responsabilidade de seus cotistas.

## 2. Síntese das teorias a respeito da natureza jurídica dos fundos de investimento

Antes da edição da Lei de Liberdade Econômica, podia-se encontrar na literatura especializada referências a diversas teorias que buscavam justificar a natureza jurídica do fundo de investimento.<sup>11</sup> Dentre as teorias utilizadas pela doutrina clássica europeia e as teorias desenvolvidas por estudiosos no Brasil, figuram a da copropriedade, da propriedade em mão comum, da propriedade fiduciária, da organização associativa, da comunidade de bens não condominial e do patrimônio separado.

Não obstante esse vasto rol de teorias, entende-se que, no contexto do ordenamento jurídico nacional, apenas as teorias condominial e societária poderiam ser, em tese, aplicáveis. Por tal motivo, o presente trabalho deixará de abordar de forma mais aprofundada as demais teorias acima mencionadas.<sup>12</sup>

10 MARTINS NETO, Carlos. *A responsabilidade do cotista de FIP*. São Paulo: Almedina, 2017.

11 A esse respeito, vide, especialmente: FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 140; CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 183 e OLIVA, Milena Donato. Indenização devida "ao fundo de investimento": qual cotista vai ser contemplado, o atual ou o da data do dano? *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 100, n. 904, p. 73-96, fev. 2011.

12 Para um melhor aprofundamento a respeito de cada uma das teorias mencionadas, vide MARTINS NETO, Carlos. *Op. Cit.*, p. 35-45.

Para os que defendem a teoria societária (ou associativa), o fundo consiste em estrutura associativa, com personalidade e capacidade distintas de seus membros. Nesse sentido, aponta-se a existência de elementos do contrato de sociedade: contribuição em bens (transferência de recursos para integralização das cotas), exercício de atividade econômica (administração/gestão de patrimônio) e partilha dos resultados (incorporação dos resultados ao valor da cota, que poderá ser resgatada).<sup>13</sup>

Porém, o artigo 983 do Código Civil estabelece que a sociedade empresária será constituída de acordo com os tipos societários especificados nos artigos 1.039 a 1.092 do Código Civil, ficando ressalvadas as disposições constantes de leis especiais que imponham a constituição da sociedade segundo determinado tipo para o exercício de certas atividades (parágrafo único do artigo 983).

Veja-se a crítica de Mario Tavernard Martins de Carvalho à teoria societária, nesse exato sentido:

[...] Não seria possível interpretar de maneira ampliativa a expressão "lei especial". Este é um termo jurídico que se refere exatamente a leis externas, *in casu*, ao Código Civil, decorrente do devido processo legislativo (art. 59 da Constituição da República). Instruções normativas não são leis, prestando-se exclusivamente a regulamentá-las, quando for o caso. Além disso, a lei especial deve, de maneira expressa, referir tratar-se de sociedade, até mesmo por representar uma inovação e um tipo específico. Caso se admita ser possível a criação de tipos de sociedade por atos regulamentares, tais como as instruções normativas da CVM, além de contrariar disposição expressa do art. 983 do Código Civil, teríamos, no mínimo, um número de novos tipos societários idêntico ao de tipos de fundos de investimento existentes<sup>14</sup>.

Entretanto, há quem sustente que os fundos de investimento teriam a natureza de sociedade em comum despersonalizada, regida pelo próprio regulamento.<sup>15</sup>

A respeito da teoria condominial, vale destacar que o condomínio consiste em instituto de direito real, correspondente à propriedade de um bem indivisível por mais de uma pessoa. De acordo com Caio Mário da Silva Pereira, "dá-se condomínio quando a mesma coisa pertence a mais de uma pessoa, cabendo a cada uma delas igual direito, idealmente, sobre o todo e cada uma de suas partes".<sup>16</sup>

13 Ricardo dos Santos Freitas é um dos autores que sustentam a natureza societária dos fundos de investimento (FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 218).

14 CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 185-186.

15 Nesse sentido, v. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Parecer sobre: a natureza jurídica dos fundos de investimento; conflito de interesses apurado pela própria assembleia de quotistas; quórum qualificado para destituição de administrador de fundo. *Revista de Direito Empresarial*, Curitiba, n. 6, p. 11-39, jul./dez. 2006.

16 PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Vol. IV. 19. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p. 175.

O Código Civil disciplina o condomínio geral nos artigos 1.314 a 1.330, tratando da propriedade comum da seguinte forma: cada condômino pode usar a coisa conforme sua destinação e exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão, bem como reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse, alienar ou gravar a respectiva parte ideal, não podendo, contudo, alterar a destinação da coisa comum, nem dar posse, uso ou gozo dela a estranhos sem o consenso dos outros condôminos.

A qualquer tempo, o condômino poderá exigir a divisão da coisa comum, hipótese em que as despesas da divisão recairão proporcionalmente sobre as frações de cada condômino.

Assim, a teoria condominial aplicada aos fundos de investimento baseia-se no entendimento de que o fundo de investimento não possui personalidade jurídica própria, mas consiste em um grupo de pessoas que aglutinam recursos financeiros para ser titulares, conjuntamente, da propriedade de tais recursos e de seus frutos (comunhão de recursos).

No entanto, ao subscrever ou adquirir a cota de fundo de investimento, o investidor adquire um valor mobiliário representativo da fração ideal do patrimônio do fundo, sujeitando-se ao regulamento do fundo e à regulação da CVM para a matéria. Por conseguinte, na prática, não existe uma relação de copropriedade entre os cotistas sobre o patrimônio do fundo (nos termos dos artigos 1.314 e seguintes do Código Civil), mas sim um direito exclusivo relativo às suas respectivas cotas. Tal aspecto é ressaltado por Ricardo dos Santos Freitas da seguinte forma:

Ademais, ao aportar recursos em um fundo de investimento, o investidor tornar-se-ia, para os que apoiam 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 a uma fração ideal do fundo. Se é assim, o próprio legislador retira do investidor a condição de condômino, restando-lhe apenas o *nomen iuris*.<sup>17</sup>

A respeito da técnica empregada pela CVM de atribuir ao fundo a forma de condomínio, cumpre destacar a veemente crítica formulada por Mario Tavernard Martins de Carvalho previamente à edição da Lei de Liberdade Econômica:

[...] a CVM não poderia dispor que se trata de um condomínio e, ao mesmo tempo, contrariar uma série de normas imperativas que dispõem acerca deste instituto. Nesse diapasão, não teria a CVM competência para criar um condomínio dito *sui generis*. A instrução normativa não pode contrariar a legislação vigente.

17 FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 161-162.

[...]

No entanto, há uma tendência na doutrina nacional em entender terem os fundos de investimentos natureza condominial. Isso decorre principalmente por se seguir a nomenclatura utilizada pela CVM em suas instruções normativas.<sup>18</sup>

Outro ponto de atenção é o fato de o fundo ser criado por seu administrador<sup>19</sup>, sem patrimônio (que será formado apenas quando da integralização das cotas subscritas), de forma que, ao menos nesse momento inicial, o fundo já existe, mas não possui patrimônio, nem cotistas. Logo, se não há bem para ser titularizado coletivamente, tampouco titulares para esse bem inexistente, restaria impossibilitado o enquadramento do fundo como condomínio, nos termos disciplina jurídica estabelecida pelos artigos 1.314 a 1.330 do Código Civil.

### **3. Breves notas sobre a responsabilidade dos cotistas de fundos de investimento previamente à edição da Lei de Liberdade Econômica**

Pode-se vislumbrar dois principais focos de imputação de responsabilidade aos cotistas de fundo de investimento: a responsabilidade pela integralização das cotas subscritas e a responsabilidade pelo patrimônio líquido negativo do fundo.

A responsabilidade pela integralização das cotas subscritas é uma decorrência lógica do ato de subscrever, que significa "compromisso de contribuir com certa quantia".<sup>20</sup> Assim, a subscrição de cotas de fundo de investimento em participações gera, para o subscritor, a obrigação de integralizá-las, ou seja, conferir ao patrimônio do fundo valores, bens ou direitos, conforme os termos e condições constantes da lista ou boletim de subscrição.

Nesse sentido, caso a lista ou boletim de subscrição não estipulem a integralização à vista, no ato da subscrição, como contrapartida para a emissão das respectivas cotas (como é o caso da maioria dos fundos abertos destinados à distribuição no varejo), fica o cotista responsável pela obrigação de integralizar nos prazos e exatos termos do boletim ou lista.

Havendo inadimplemento de tal obrigação, o fundo poderá exigir judicialmente o adimplemento da obrigação de integralizar. Tendo o boletim de subscrição sido assinado por duas testemunhas, além do cotista, constitui, inclusive, título executivo extrajudicial, nos termos do art. 784, III, do Código de Processo Civil.

18 CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 185-186.

19 O art. 6º da Instrução CVM nº 555/2014 dispõe que "o fundo será constituído por deliberação de um administrador a quem incumbe aprovar, no mesmo ato, o regulamento do fundo".

20 Conforme FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. *Minidicionário da língua portuguesa*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1993, p. 516.

No que diz respeito aos fundos de investimento em participações, por força do que dispõe o artigo 20, § 1º, da Instrução CVM nº 578/2016, juntamente com o boletim de subscrição, o investidor poderá assinar “instrumento mediante o qual o investidor fique obrigado, sob as penas nele expressamente previstas, a integralizar o valor do capital comprometido à medida que o administrador do fundo fizer chamadas, de acordo com prazos, processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos no respectivo instrumento”. Tal instrumento é usualmente denominado “compromisso de investimento”.

Da mesma forma, o boletim de subscrição, em conjunto com o compromisso de investimento e as comunicações de chamadas de capital (realizadas na forma prevista no regulamento), representam obrigação de pagar valor líquido, certo e exigível e, se ostentar os requisitos exigidos pelo artigo 784, III, do Código de Processo Civil para que seja caracterizado como título executivo extrajudicial, será admissível o ajuizamento de ação de execução em face do cotista para fins de cobrança de valores devidos à título de integralização de cotas e não pagos.

A responsabilidade pelo patrimônio líquido negativo do fundo, por sua vez, é um reflexo natural da estrutura condominial adotada pelo ordenamento jurídico brasileiro: todas as relações jurídicas empreendidas pelo fundo, das quais resultam direitos, deveres, responsabilidades e obrigações, refletem no patrimônio de seus cotistas, seja indiretamente mediante valorização ou desvalorização das cotas de que são titulares (na hipótese de o fundo obter lucros ou prejuízos em suas operações regulares, sendo tais valores creditados ou debitados diretamente do patrimônio do fundo) ou até mesmo diretamente, como é o caso da necessidade de aportes extraordinários para pagamento de despesas de manutenção do fundo e, na hipótese mais extrema, de aporte para pagamento do passivo correspondente ao patrimônio líquido negativo do fundo.

A Instrução CVM nº 555/2014, que se aplica “a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, observadas as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos”<sup>21</sup>, dispõe, em seu artigo 15 que:

Art. 15. Os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nesta Instrução.

Não há dúvidas, portanto, que a regra geral é a de que o cotista de fundo de investimento responde pelo eventual patrimônio líquido negativo do fundo.

Um fundo de investimento pode vir a ostentar patrimônio líquido negativo por diversas razões. A título exemplificativo, pode-se mencionar: perda integral do valor de seus ativos (marcação a zero), de modo que as despesas para manutenção ou liquidação do fundo tornem o patrimônio líquido negativo; operações com derivativos cujo resultado pode gerar a obrigação de pagamento, pelo fundo, de montante superior ao valor de seus ativos; responsabilidade relacionada à posição de controle em companhias in-

21 Instrução CVM nº 555/2014, art. 1º.



vestidas ou à prestação de garantias pelo fundo que, em situação-limite, podem igualmente gerar obrigação de pagamento de valores superiores ao patrimônio do fundo.

Os dois últimos exemplos (responsabilidade decorrente da posição de controle de companhias investidas e de garantias prestadas pelo fundo) aplicam-se aos fundos de investimento em participações, veículos de investimento largamente utilizados na indústria de *private equity*.

Como se sabe, o acionista controlador assume posição relevantíssima no âmbito da sociedade controlada e, por essa razão, está sujeito a um regime de responsabilidade distinto do aplicável aos demais sócios.

Enquanto os acionistas de companhia, como regra geral, respondem unicamente pelo preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas e os sócios de sociedade limitada respondem pela integralização do capital social, o controlador está sujeito à responsabilidade por abuso do poder de controle (comissivo ou omissivo) e também ao risco de responsabilidade solidária e subsidiária, além das hipóteses de desconsideração da personalidade jurídica, decorrentes de obrigações da companhia controlada<sup>22</sup>.

Nesse contexto, sendo atribuída qualquer responsabilidade ao fundo que não seja resultante de ato praticado com culpa ou dolo pelo administrador e/ou gestor, pode-se afirmar que tal responsabilidade recairá indiretamente sobre os cotistas.

Num primeiro momento, eventuais contingências exigíveis do fundo poderão consumir os ativos do fundo, fazendo com que os cotistas apurem prejuízo no investimento realizado.

Esse mesmo raciocínio se aplica à hipótese de acionamento de garantias prestadas pelo fundo. Na hipótese de inadimplemento da obrigação garantida, o fundo será demandado, como garantidor, a realizar o correspondente pagamento. Possuindo o fundo ativos líquidos disponíveis, o efeito da execução da garantia sobre os cotistas será a redução do patrimônio do fundo, com a conseqüente redução do valor da cota. Caso o fundo não possua ativos líquidos disponíveis, poderão ser penhoradas as ações ou outros valores mobiliários integrantes da sua carteira de investimentos, cuja excussão geraria os mesmos efeitos acima indicados.

Contudo, caso os ativos do fundo não sejam suficientes para fazer frente a tais exigibilidades, em razão do regime condominial e da regra geral de que os cotistas respondem pelo patrimônio líquido do fundo, esses deverão suprir o montante necessário para que o patrimônio líquido do fundo deixe de ser negativo.

Nesse contexto, pode-se concluir que a estrutura jurídica dos fundos de investimento no Brasil não se adequa perfeitamente à função deles esperada: servir

22 A esse respeito, pode-se citar como exemplo a responsabilidade solidária trabalhista (art. 2º, § 2º, da Consolidação das Leis do Trabalho); a possibilidade de eventual responsabilidade tributária subsidiária (art. 134, VII do Código Tributário Nacional); a desconsideração da personalidade jurídica prevista no Código de Defesa do Consumidor (art. 28, §5º, do Código de Defesa do Consumidor); a desconsideração da personalidade jurídica na hipótese de infração à ordem econômica (art. 34 da Lei nº 12.529/2011); a desconsideração da personalidade jurídica para ressarcimento de danos ambientais (art. 4º da Lei nº 9.605/1998) e a responsabilidade decorrente da legislação anticorrupção brasileira (art. 4º da Lei nº 12.846/2013).

como mecanismo de investimento coletivo para aqueles que buscam aplicar recursos financeiros por meio de mecanismo especializado, com gestão profissional e diluição de riscos, sem, contudo, incorrer nos riscos a que se submetem os sócios ou acionistas de sociedade empresária ou companhia.

#### **4. Análise crítica das disposições da Lei de Liberdade Econômica a respeito da natureza jurídica dos fundos de investimento e da responsabilidade de seus cotistas (como ficou)**

A Lei de Liberdade Econômica foi promulgada em 20 de setembro de 2019 e publicada em edição extra do Diário Oficial da União na mesma data. Fruto do processo legislativo iniciado com a edição da Medida Provisória nº 881, em 30 de abril de 2019, a Lei tem por objetivo reafirmar a autonomia privada no âmbito das relações patrimoniais privadas e fortalecer o princípio da livre iniciativa, aprimorando, assim, o ambiente de negócios no País.

A esse respeito, vale transcrever o seguinte trecho da exposição de motivos da Proposta de Medida Provisória que originou a Medida Provisória nº 881:

[...] Diversas medidas de controle e diminuição do aparelho burocrático buscam aproximar o Brasil do mesmo ambiente de negócios de países desenvolvidos. O objetivo desta Medida Provisória diferencia-se das tentativas do passado por inverter o instrumento de ação, ao empoderar o Particular e expandir sua proteção contra a intervenção estatal, ao invés de simplesmente almejar a redução de processos que, de tão complexos, somente o mapeamento seria desgastante e indigno, considerando que os mais vulneráveis aguardam por uma solução.

9. Assim, dez direitos para situações concretas foram elaborados no corpo de uma Declaração de Liberdade Econômica, com o objetivo de alterar em caráter emergencial a realidade do Brasil. São os direitos do brasileiro contra um Estado irracionalmente controlador. Eles primeiramente afetam relações microeconômicas específicas, que repercutirão macroeconomicamente, especialmente em favor dos mais vulneráveis, por sua expansividade por todos os setores: nada foi enunciado de maneira a privilegiar um em detrimento do outro, como o espírito da verdadeira economia de mercado demanda.

10. Ao mesmo tempo, esse rol também foi selecionado para alterar situações consideradas paradigmáticas, que repercutirão sobre todo o sistema jurídico por inverterem o pressuposto vigente de anti-liberdade e anti-desenvolvimento. Para isso, esse texto será considerado uma norma a ser seguida no direito civil, empresarial, econômico, urbanístico e do trabalho.<sup>23</sup>

23 BRASIL. Câmara dos Deputados. EMI nº 00083/2019 ME AGU MJSP. Brasília, 11 abr. 2019. Disponível em: <<https://www2.camara.leg.br/legin/fed/medpro/2019/medidaprovisoria-881-30-abril-2019-788037-exposicaoodemotivos-157846-pe.html>>. Acesso em 13.09.2020.

*Natureza jurídica dos fundos de investimento e responsabilidade de seus cotistas à luz da Lei de Liberdade Econômica: como ficou e como poderia ter ficado*

Com efeito, a Lei de Liberdade Econômica possui grandes méritos e tratou de forma assertiva diversos problemas que afligiam o ambiente do empreendedorismo e o empresariado brasileiros. Não é o objetivo deste trabalho tratar de todos os aspectos da Lei de Liberdade Econômica, mas tão somente das disposições pertinentes à natureza jurídica e à responsabilidade dos cotistas de fundos de investimento.

O artigo 7º da referida lei promoveu diversas alterações no Código Civil. Dentre elas, a inclusão do Capítulo X (Do Fundo de Investimento) no Título III (Da Propriedade) do Livro III (Do Direito das Coisas), sendo tal capítulo composto pelos artigos 1.368-C a 1.368-F.

Para a análise a que se propõe este trabalho, interessam especificamente os artigos 1.368-C, 1.368-D e 1.368-E:

Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de *condomínio de natureza especial*, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.

§ 1º. Não se aplicam ao fundo de investimento as disposições constantes dos arts. 1.314 ao 1.358-A deste Código.

§ 2º. Competirá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no caput deste artigo.

§ 3º. O registro dos regulamentos dos fundos de investimentos na Comissão de Valores Mobiliários é condição suficiente para garantir a sua publicidade e a oponibilidade de efeitos em relação a terceiros.

Art. 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer:

- I - a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas;
- II - a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade; e
- III - classes de cotas com direitos e obrigações distintos, com possibilidade de constituir patrimônio segregado para cada classe.

§ 1º. A adoção da responsabilidade limitada por fundo de investimento constituído sem a limitação de responsabilidade somente abrangerá fatos ocorridos após a respectiva mudança em seu regulamento.

§ 2º. A avaliação de responsabilidade dos prestadores de serviço deverá levar sempre em consideração os riscos inerentes às aplicações nos mercados de atuação do fundo de investimento e a natureza de obrigação de meio de seus serviços.

§ 3º. O patrimônio segregado referido no inciso III do caput deste artigo só responderá por obrigações vinculadas à classe respectiva, nos termos do regulamento.

Art. 1.368-E. Os fundos de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais por eles assumidas, e os prestadores de serviço não respondem por essas obrigações, mas respondem pelos prejuízos que causarem quando procederem com dolo ou má-fé.

§ 1º. Se o fundo de investimento com limitação de responsabilidade não possuir patrimônio suficiente para responder por suas dívidas, aplicam-se as regras de insolvência previstas nos arts. 955 a 965 deste Código.

§ 2º. A insolvência pode ser requerida judicialmente por credores, por deliberação própria dos cotistas do fundo de investimento, nos termos de seu regulamento, ou pela Comissão de Valores Mobiliários.  
(grifos acrescentados)

O primeiro aspecto a ser destacado é a solução para o problema da definição da natureza jurídica do fundo de investimento no Brasil, que é um ponto muito positivo, mas ao mesmo tempo, merecedor de crítica.

Pela primeira vez no Brasil, uma lei definiu, de forma inequívoca, o que é um fundo de investimento: um condomínio “de natureza especial” destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.

O §1º do artigo 1.368-C deixa claro que não se aplicam aos fundos de investimento as regras do condomínio geral (voluntário, edifício ou de lotes), estabelecidas nos artigos 1.314 a 1.358-A do Código Civil. Sobre esse particular, a lei assimilou as críticas da doutrina no sentido de que, apesar de serem considerados “condomínio”, o regime jurídico dos fundos de investimento não “encaixava” nas regras do condomínio voluntário estabelecidas no Código Civil.<sup>24</sup>

Sem estabelecer um sistema de regras aplicáveis a esse “condomínio de natureza especial”, a lei se limitou a delegar à Comissão de Valores Mobiliários a disciplina de tal condomínio (art. 1.368-C, § 2º) e a dispor, timidamente, sobre a possibilidade de limitação da responsabilidade do investidor (cotista) e dos prestadores de serviços do fundo; sobre a possibilidade de cotas com direitos e obrigações distintos, bem como adoção de patrimônio separado para classes e sobre o procedimento aplicável na hipótese de insolvência de fundo de investimento com limitação de responsabilidade.

A primeira crítica, portanto, é para o fato de a lei não ter definido de forma adequada o que é um “condomínio de natureza especial”, assim como não ter estabelecido a disciplina jurídica desse “tipo especial” de condomínio. Por que insistir em chamar de condomínio (ainda que acrescentando o apelido “de natureza especial”) algo que, definitivamente não é um condomínio?

A própria lei denuncia sua incoerência, ao afastar expressamente a aplicação dos artigos 1.314 a 1.358-A do Código Civil, que são justamente as regras aplicáveis às legítimas espécies de condomínio existentes no Brasil!

Definitivamente, a atribuição, por expressa disposição legal, da natureza jurídica de condomínio “especial” aos fundos de investimento acaba por gerar imprecisão e inconsistência em campos como a responsabilidade do cotista e o procedimento para solucionar a insolvência dos fundos com responsabilidade limitada, como se verá a seguir.

24 Na literatura, dentre os autores que sustentam a inadequação da teoria condominial para reger a natureza jurídica dos fundos de investimento, pode-se mencionar FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 161-169; CARVALHO, Mario Tarvernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 184-185 e OLIVA, Milena Donato. Indenização devida “ao fundo de investimento”: qual cotista vai ser contemplado, o atual ou o da data do dano? *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 100, n. 904, p. 81, fev. 2011 e ALONSO, Félix Ruiz. Os fundos de investimento. Condomínios mobiliários. *Revista da Faculdade de Direito*, Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 66, p. 223-271, 1971.

No que diz respeito à responsabilidade do cotista, apesar de adotar a estrutura “condominial especial”, a lei estabeleceu a possibilidade de o regulamento do fundo estabelecer a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas, observado o disposto na regulamentação da CVM.

Até a conclusão deste trabalho, a CVM ainda não regulamentou essa disposição do Código Civil. Por tal razão, entende-se que, apesar de a CVM não poder excluir a possibilidade de o regulamento limitar a responsabilidade do cotista, na prática, tal limitação de responsabilidade somente poderá ser implementada após a regulamentação pela autarquia.

Pode-se dizer que o problema da responsabilidade do cotista foi endereçado e, em certa medida, resolvido pela Lei de Liberdade Econômica, o que é extremamente salutar para a indústria de fundos de investimento e para o ambiente de negócios nacional, como um todo.

É incontestável a contribuição da teoria da limitação de responsabilidade para a evolução das atividades econômicas e, conseqüentemente, da sociedade como um todo<sup>25</sup>. Com efeito, sem a implementação da limitação de responsabilidade, dificilmente se teria logrado êxito na aglutinação de capitais necessários para a realização de grandes empreendimentos.<sup>26</sup>

No entanto, tendo em vista que a limitação de responsabilidade geralmente está associada à atribuição de personalidade jurídica a entidade distinta das pessoas físicas que dela participam, a natureza condominial (ainda que “especial”) dos fundos, que não possuem personalidade jurídica, em princípio se apresentaria como um problema para a proteção dos investidores. Então advém a Lei nº 13.874/2019 e estabelece a possibilidade de limitação de responsabilidade do cotista de fundo de investimento (entidade que não é dotada de personalidade jurídica) por meio do próprio regulamento do fundo.

Note-se que a Lei de Liberdade Econômica criou o que parece ser uma hipótese rara de limitação de responsabilidade sem a existência de personalidade jurídica distinta da dos cotistas. Entende-se que esse não é o melhor caminho para a finalidade pretendida, por confundir conceitos construídos ao longo de todo o período de consolidação do instituto da limitação de responsabilidade.

25 Sobre esse particular, MICKLETHWAIT, John. WOLLDRIDGE, Adrian. *A companhia – breve história de uma ideia revolucionária*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2003, *passim*.

26 Sobre esse particular, vale mencionar LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*, vol. 1, Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 2-5; ASCARELLI, Tullio. O princípio da responsabilidade limitada e o conceito de capital social. A tutela do capital social e as normas a respeito. In: *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 322; CUNHA, Rodrigo Ferraz P. Aportamentos sobre a natureza jurídica da personalidade e a importância da limitação de responsabilidade das companhias. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. (Coord). *Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 412 e EASTERBROOK, Frank H. e FISCHER, Daniel R. Limited liability. In: *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press: Cambridge, 1991 p. 40-62.

Esse aspecto reflete, igualmente, na disposição referente à insolvência do fundo: a lei determina a aplicação das regras que disciplinam a insolvência civil (artigos 955 a 965 do Código Civil) na hipótese de o fundo de investimento com limitação de responsabilidade não possuir patrimônio suficiente para responder por suas dívidas.

Novamente aqui direciona-se a aplicação de um instituto naturalmente endereçado à solução da insolvência de pessoas naturais ou jurídicas que não exerçam atividade empresária (e, portanto, não sujeitas à disciplina do procedimento falimentar estabelecido pela Lei nº 11.101/2005) a uma entidade cuja natureza é condominial (e, portanto, sem personalidade jurídica), por expressa determinação legal.

Com efeito, a atribuição da natureza jurídica de condomínio, ainda que “de natureza especial”, aos fundos de investimento merece sérias críticas porquanto a estrutura de funcionamento dos fundos é incompatível com a disciplina jurídica do condomínio em uma série de aspectos – fato reconhecido pela própria Lei de Liberdade Econômica ao afastar a aplicação das regras contidas nos artigos 1.314 ao 1.358-A do Código Civil – e atribuição do apelido “de natureza especial”, com delegação para a CVM criar todo o sistema de disciplina jurídica dessa entidade, não parece ser a solução mais acertada para o problema.

Em resumo, entende-se que, embora a Lei de Liberdade Econômica tenha avançado no sentido de eliminar a discussão sobre qual seria a natureza jurídica do fundo de investimento e criar mecanismo que possibilita a limitação de responsabilidade do cotista, não o fez da forma mais adequada possível, ainda havendo espaço para aprimoramento nesse campo.

No Brasil, os fundos de investimento têm olhos, nariz, boca, orelhas e tudo mais de... fundos de investimento! Por que insistir em chamá-los de condomínio, se as regras que lhe são aplicáveis, segundo a própria lei de regência, não são as de condomínio?

## 5. Ideias para eventual revisão legislativa (como poderia ter ficado)

À luz das críticas formuladas na sessão anterior, o autor permanece com o entendimento de que, a fim de possibilitar uma disciplina jurídica coerente com o ordenamento, sem confundir institutos ou diluir conceitos já sedimentados, os fundos de investimento deveriam ser reconhecidos pela lei como espécie de pessoa jurídica com natureza própria.

Para tanto, seriam necessários:

- I. a inclusão dos fundos de investimento no rol das pessoas jurídicas contempladas pelo artigo 44 do Código Civil;
- II. a adaptação dos artigos 1.368-C a 1.368-F do Código Civil a essa realidade;
- III. revisão dos atos normativos expedidos pela CVM para fins de adequá-los à natureza jurídica própria dos fundos de investimento; e
- IV. ajustes pontuais nas normas tributárias, a fim de garantir ao fundo de investimento “pessoa jurídica” o mesmo tratamento tributário conferido ao fundo de investimento “condomínio”.



Sobre esse último aspecto, nota-se certa resistência da indústria de fundos na alteração da natureza de "condomínio" por temor de que não seja acompanhada das adequações necessárias da legislação tributária para que seja garantido ao fundo "pessoa jurídica" o mesmo regime fiscal do fundo "condomínio". No entanto, tal risco é perfeitamente mitigável por norma geral que oriente a interpretação que deve ser atribuída às regras tributárias atinentes aos fundos nesse possível novo cenário.

Portanto, entende-se que haveria um verdadeiro avanço em termos de técnica e harmonia com o ordenamento jurídico se os fundos de investimento passassem a ser tratados como instituto jurídico com natureza própria e não mais como condomínio, ainda que "de natureza especial".

## 6. Conclusões

Considerando todo o exposto ao longo deste artigo, pode-se concluir que:

- I. apesar de o Brasil possuir uma das maiores indústrias de fundos de investimento do mundo, até a edição da Lei nº 13.874/2019 a natureza jurídica dos fundos não era uma questão bem resolvida, tampouco definida com clareza em lei. Na esteira dos dispositivos de lei então existentes, a CVM sempre considerou os fundos de investimento como "uma comunhão de recursos constituída sob a forma de condomínio";
- II. com a edição da Lei de Liberdade Econômica, em setembro de 2019, dentre diversas outras disposições com o objetivo de aprimorar o ambiente de negócios no Brasil, foram incluídos os artigos 1.368-C e 1.368-F no Código Civil, que dispõem, em síntese, sobre natureza jurídica do fundo de investimento, regime de responsabilidade dos cotistas e prestadores de serviço e procedimento para solução da insolvência, no caso dos fundos com responsabilidade do cotista limitada;
- III. por expressa disposição legal, aos fundos de investimento foi atribuída a natureza jurídica de *condomínio de natureza especial*, além de ter sido possibilitada a limitação de responsabilidade do cotista, mesmo sem a atribuição de personalidade jurídica ao fundo;
- IV. pode-se vislumbrar dois principais focos de imputação de responsabilidade aos cotistas de fundo de investimento: a responsabilidade pela integralização das cotas subscritas e a responsabilidade pelo patrimônio líquido negativo do fundo;
- V. a responsabilidade pelo patrimônio líquido negativo do fundo é reflexo natural da estrutura condominial adotada pelo ordenamento jurídico brasileiro: todas as relações jurídicas empreendidas pelo fundo, das quais resultam direitos, deveres, responsabilidades e obrigações, refletem no patrimônio de seus cotistas, seja indiretamente mediante valorização ou desvalorização das cotas de que são titulares ou até mesmo diretamente, como é o caso da necessidade de aportes extraordinários para pagamento de despesas de manutenção do

fundo e, na hipótese mais extrema, de aporte para pagamento do passivo correspondente ao patrimônio líquido negativo do fundo;

- VI. sem a limitação de responsabilidade do cotista, a estrutura jurídica dos fundos de investimento no Brasil não se adequa perfeitamente à função deles esperada: servir como mecanismo de investimento coletivo para aqueles que buscam aplicar recursos financeiros por meio de veículo especializado, com gestão profissional e diluição de riscos, sem, contudo, incorrer nos riscos a que se submetem os sócios ou acionistas de sociedade empresária ou companhia;
- VII. apesar de seus inúmeros méritos e avanços, inclusive no que diz respeito à disciplina dos fundos de investimento e possibilidade de limitação de responsabilidade de seus cotistas, cabe crítica à Lei de Liberdade Econômica por não ter definido o que é um "condomínio de natureza especial", assim como não ter estabelecido a disciplina jurídica desse "tipo especial" de condomínio. No Brasil, insiste-se em chamar de condomínio (ainda que acrescentando o apelido "de natureza especial") algo que, definitivamente não é um condomínio;
- VIII. a atribuição, por expressa disposição legal, da natureza jurídica de condomínio "especial" aos fundos de investimento acaba por gerar imprecisão e inconsistência em campos como a responsabilidade do cotista e o procedimento para solucionar a insolvência dos fundos com responsabilidade limitada;
- IX. no que diz respeito à responsabilidade do cotista, a lei criou o que parece ser uma hipótese rara de limitação de responsabilidade sem a existência de personalidade jurídica distinta da dos cotistas. Entende-se que esse não é o melhor caminho para a finalidade pretendida, por confundir conceitos construídos ao longo de todo o período de consolidação do instituto da limitação de responsabilidade;
- X. ao determinar a aplicação das regras que disciplinam a insolvência civil (artigos 955 a 965 do Código Civil) na hipótese de o fundo de investimento com limitação de responsabilidade não possuir patrimônio suficiente para responder por suas dívidas, a lei direciona a aplicação de um instituto naturalmente endereçado à solução da insolvência de pessoas naturais ou jurídicas que não exerçam atividade empresária a uma entidade cuja natureza é condominial (e, portanto, sem personalidade jurídica);
- XI. entende-se que, embora a Lei de Liberdade Econômica tenha avançado no sentido de eliminar a discussão sobre qual seria a natureza jurídica do fundo de investimento e criar mecanismo que possibilita a limitação de responsabilidade do cotista, não o fez da forma mais adequada possível, ainda havendo espaço para aprimoramento nesse campo; e
- XII. o autor permanece com o entendimento de que, a fim de possibilitar uma disciplina jurídica coerente com o ordenamento, sem confundir institutos ou diluir conceitos já sedimentados, os fundos de investimento deveriam ser reconhecidos pela lei como espécie de pessoa jurídica com natureza própria, sendo, consequentemente, promovidas as competentes alterações legislativas para essa finalidade.

## 7. Bibliografia

- ALONSO, Félix Ruiz. Os fundos de investimento. Condomínios mobiliários. Revista da Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, v. 66, 1971.
- ASCARELLI, Tullio. Problemas das sociedades anônimas e direito comparado. São Paulo: Saraiva, 1969.
- CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Regime jurídico dos fundos de investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2012.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. O mercado de valores mobiliários brasileiro. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019.
- CUNHA, Rodrigo Ferraz P. Apontamentos sobre a natureza jurídica da personalidade e a importância da limitação de responsabilidade das companhias. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. (Coord). Direito empresarial e outros estudos de direito em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro. São Paulo: Quartier Latin, 2013.
- EASTERBROOK, Frank H. e FISCHER, Daniel R. Limited liability. The Economic Structure of Corporate Law. Harvard University Press: Cambridge, 1991.
- FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. Minidicionário da língua portuguesa. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1993.
- FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Parecer sobre: a natureza jurídica dos fundos de investimento; conflito de interesses apurado pela própria assembleia de quotistas; quórum qualificado para destituição de administrador de fundo. Revista de Direito Empresarial, Curitiba, n. 6, jul./dez. 2006.
- FREITAS, Ricardo de Santos. Natureza jurídica dos fundos de investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, v. I, 2009.
- MARTINS NETO, Carlos. A responsabilidade do cotista de FIP. São Paulo: Almedina, 2017.
- MICKLETHWAIT, John. WOLLDRIDGE, Adrian. A companhia – breve história de uma ideia revolucionária. Rio de Janeiro: Objetiva, 2003.

OLIVA, Milena Donato. Indenização devida "ao fundo de investimento": qual cotista vai ser contemplado, o atual ou o da data do dano? *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 100, n. 904, fev. 2011.

OLIVEIRA, João José. Mesmo na crise, brasileiro aposta na Bolsa e busca fundo de ações. Portal Uol Economia. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/financas-pessoais/noticias/redacao/2020/06/01/bolsa-resiste-a-crise-a-atrai-mais-investir-brasileiro.htm>>. Acesso em 13/09/2020.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. 19ª ed., Rio de Janeiro: Forense, v. IV, 2006.

THE INTERNATIONAL INVESTMENT FUNDS ASSOCIATION. *Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows First Quarter 2020*. Disponível em: <[https://www.iifa.ca/industry\\_statistics/index.html](https://www.iifa.ca/industry_statistics/index.html)>. Acesso em 13/09/2020.

VAZ TOMÉ, Maria João Romão Carreiro. *Fundos de investimento mobiliário abertos*. Coimbra: Almedina, 1997.

VEIGA, Alexandre Brandão da. *Fundos de investimento mobiliário e imobiliário*. Coimbra: Almedina, 1999.