

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE
FACULDADE DE DIREITO

EDUARDA CIOCCA MUNIZ

A RESPONSABILIDADE CIVIL DO COTISTA DE FUNDO DE INVESTIMENTO: UMA
ANÁLISE À LUZ DA LEI DA LIBERDADE ECONÔMICA (LEI 13.874/19)

São Paulo
2020

EDUARDA CIOCCA MUNIZ

Trabalho de Graduação Interdisciplinar
apresentado como requisito para obtenção do
título de Bacharel no Curso de Direito da
Universidade Presbiteriana Mackenzie.

ORIENTADORA: PROF.^a DR.^a THAÍS CÍNTIA CÁRNIO

São Paulo

2020

EDUARDA CIOCCA MUNIZ

A RESPONSABILIDADE CIVIL DO COTISTA DE FUNDO DE INVESTIMENTO: UMA
ANÁLISE À LUZ DA LEI DA LIBERDADE ECONÔMICA (LEI 13.874/19)

Trabalho de Graduação Interdisciplinar
apresentado como requisito para obtenção do
título de Bacharel no Curso de Direito da
Universidade Presbiteriana Mackenzie.

Aprovada em:

BANCA EXAMINADORA

Examinadora: Prof.^a Dr.^a Thaís Cíntia Cárnio

Examinadora: Luiza Nagib

Examinadora: Prof.^a Dr.^a Maria Cecília Ladeira

**A RESPONSABILIDADE CIVIL DO COTISTA DE FUNDO DE INVESTIMENTO:
UMA ANÁLISE À LUZ DA LEI DA LIBERDADE ECONÔMICA (LEI 13.874/19)**

Eduarda Ciocca Muniz*

RESUMO: O presente Trabalho de Conclusão de Curso tem por objetivo analisar as alterações trazidas ao Código Civil (Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002) pela Lei nº 13.874 (de 20 de setembro de 2019), popularmente conhecida como “Lei da Liberdade Econômica”, especialmente no que tange à responsabilidade civil dos cotistas dos Fundos de Investimentos. Para tal, o artigo se inicia com uma reconstrução da natureza jurídica e das classificações dos Fundos de Investimentos, sendo identificado, em especial, a posição ocupada pelo cotista-investidor. Com isso, procura-se analisar como a responsabilidade civil do cotista-investidor foi alterada até chegar ao previsto pela referida lei, concluindo acerca da competência da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) para regulamentar o assunto.

Palavras-chave: Fundos de investimento. Responsabilidade. Cotista.

ABSTRACT: This Course Conclusion Paper aims to analyze the changes brought to the Civil Code (Law No. 10,406, of January 10, 2002) by Law nº 13,874 (of September 20, 2019), popularly known as “Economic Freedom Law”, especially with regard to the civil liability of the investment fund shareholders. To this end, the article begins with a reconstruction of the legal nature and classification of the Investment Funds, being identified the position occupied by the shareholder. Then, it seeks to analyze how the civil liability of the investment fund shareholders was changed until referred law, particularly regarding the competence of the Securities and Exchange Commission (CVM) to regulate the matter.

Keywords: Investment funds. Responsibility. Shareholder.

SUMÁRIO: 1. Introdução. 2. Fundos de Investimentos: um panorama histórico-normativo. 3. Noções básicas aos Fundos de Investimentos. 3.1. Natureza jurídica. 3.2. Participantes e cotas. 3.3. Uma análise das formas de classificação. 4. A responsabilidade do cotista-investidor. 5. Conclusão. 6. Referências.

* Graduanda em Direito na Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie. Endereço eletrônico: eduardaciocca@outlook.com.

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo discorrer sobre a responsabilidade civil do cotista dos Fundos de Investimentos, especialmente em razão das alterações trazidas pela Lei nº 13.874, popularmente conhecida como “Lei da Liberdade Econômica”, que, ao ser publicada em 20 de setembro de 2019 como o resultado da conversão da Medida Provisória nº 881 de 30 de abril de 2019 em lei, alterou significativamente o ordenamento jurídico brasileiro.

A pertinência do tema surge exatamente por este motivo: o que, inicialmente, era tratado e definido por intermédio de leis esparsas, por instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pela própria jurisprudência, passou a ser positivado em um Capítulo específico no Código Civil, que, dentre as suas previsões, trouxe, de acordo com o art. 1.368-D, inciso I, do Código Civil, a possibilidade do regulamento do fundo estabelecer, observada a regulamentação da CVM sobre o tema, a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas.

No entanto, a atualidade do estudo acerca da responsabilidade civil do cotista de Fundos de Investimentos não se limita ao plano jurídico. Economicamente, o tema também se destaca, ao passo que a Indústria Brasileira de Fundos de Investimentos registrou, entre janeiro e agosto de 2020, uma entrada líquida de R\$ 66,5 bilhões, além de ter acumulado no ano uma captação líquida na ordem de R\$ 146,6 bilhões, conforme os dados divulgados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA)¹.

Retratada como um anseio do legislador a fim de atender parâmetros internacionais, a responsabilidade do cotista-investidor precisa ser analisada, principalmente, por intermédio de noções jurídicas. Para tal, a pesquisa terá enfoque em um método interpretativo qualitativo, resultante da revisão bibliográfica de livros e artigos sobre o assunto e de uma análise teórica-jurídica sobre a integração do referencial coletado com as normas vigentes no Brasil.

A partir disso, serão apresentadas noções gerais sobre os Fundos de Investimentos, de modo a realizar um retrospecto normativo sobre o tema, além de demonstrar, principalmente, qual é a natureza jurídica, o papel do cotista e as classificações dos fundos de investimento no país. Após, com base em tais conceitos introdutórios, o presente estudo se destinará à análise da responsabilidade do cotista-investidor, em razão da atual previsão de que o regulamento do

¹ INDÚSTRIA de fundos já registra captação de R\$ 146 bilhões no ano. **ANBIMA**, 8 set. 2020. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/industria-de-fundos-ja-registra-captacao-de-r-146-bilhoes-no-ano.htm. Acesso em: 20 ago. 2020.

Fundo poderá limitar a responsabilidade do investidor ao valor de suas cotas, desde que atendida a regulamentação da CVM sobre o tema.

Por fim, pretende-se discorrer acerca da competência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por força do previsto no parágrafo 3º do art. 1.368-C do Código Civil, para tratar sobre a responsabilidade aqui discutida em suas instruções.

2 FUNDOS DE INVESTIMENTOS: UM PANORAMA HISTÓRICO-NORMATIVO

A Lei nº 13.874, conhecida como a Declaração da Liberdade Econômica, definiu o Fundo de Investimento, ao introduzir o art. 1.368-C ao Código Civil, como uma comunhão de recursos, que teria sua constituição na forma de um condomínio de natureza especial, com o fim de aplicar em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza².

Nota-se, no entanto, que suas primeiras aparições no Brasil são apontadas por estudiosos para a década de 1940, período no qual surgiram as companhias familiares fechadas ao público em geral. Contudo, sua forma foi melhor delimitada apenas com o Decreto-Lei nº 7.583 de 1945 e, posteriormente, com o Decreto nº 8.495 de 1945 e pelo Decreto-Lei nº 9.603 de 1946, responsáveis por tratar das companhias de investimentos e das atribuições da Superintendência da Moeda e do Crédito³.

Assim, a legislação era construída no sentido de correlacionar os fundos às sociedades de investimento e, posteriormente, às sociedades em conta de participação, o que muito se distancia do previsto pela Lei nº 13.874 (“Lei da Liberdade Econômica”), ou seja, de um condomínio de natureza especial.

Próxima ao existente hoje, a primeira aparição de um fundo de investimento, como um condomínio civil estruturado na forma de investimento coletivo, foi vista no Brasil apenas em 1957 com a criação do Fundo de Investimento “Crescincos”, um marco na estrutura de

² BRASIL. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis nos 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei nº 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada nº 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, 20 set. 2019, edição extra-B.

³ SOUTO, Sanit-Clair Diniz Martins. **Fundos de investimentos: um tipo societário autônomo e suas principais características**. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de Brasília, Brasília, 2016. Disponível em: <https://repositorio.unb.br/handle/10482/20807>. Acesso em: 27 set. 2020, p. 26.

investimento coletivo no país ao ser constituído em “regime de condomínio aberto” por meio de escritura pública anotada em um Registro de Título e Documentos⁴.

Em razão disso, é possível concluir que o fundo de investimento, semelhante a um condomínio como visto hoje, apareceu primeiro na prática do mercado de investimentos. Quanto ao ordenamento jurídico, seu primeiro destaque como um “instituto condominial” ocorreu apenas com a edição da Lei 3.470/58, que dispunha que os fundos, desde que constituídos sob a forma de condomínio, não seriam considerados pessoas jurídicas para fins do Imposto de Renda⁵.

Art. 82. Para efeito de tributação do impôsto [sic] de renda, não são considerados pessoas jurídicas, (Vetado) 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 [sic] 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 êsses [sic] fundos serão tributados, conforme a sua natureza, em poder dos condôminos, de acordo [sic] com a legislação em vigor⁶.

Em 1959, o Ministério da Fazenda editou a Portaria nº 309, que passou a ser entendida como um marco jurídico ao regular a possibilidade do fundo como um condomínio. Mais especificamente, a portaria versou sobre a constituição de fundos sobre a forma de condomínio, enquanto as sociedades de investimento utilizariam a forma de uma sociedade anônima. No entanto, teve sua constitucionalidade amplamente criticada, ao passo que violou a competência exclusiva da União conferida pela Constituição de 1946⁷.

Após, a regulamentação dos fundos de investimentos no Brasil passou a ser tratada por intermédio de leis esparsas, dentre as quais é possível destacar a Lei nº 4.728/65, que disciplinou o mercado de capitais, inserindo uma seção com diretrizes gerais às sociedades e aos fundos de investimentos.

⁴ PESSÔA FILHO, Pedro Aurélio de. **Investimento em criptomoedas: a possibilidade jurídica de cripto fundos no Brasil**. 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação de Direito) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2018. Acesso em: <http://hdl.handle.net/11422/5613>. Acesso em: 26 set. 2020, p. 12.

⁵ Nota-se, contudo, que o art. 82 da Lei 3.470/58 veio a ser revogado pelo Decreto-Lei nº 1.338, de 23 de julho de 1974, que definiu em seu art. 18: “Os rendimentos auferidos pelas sociedades de investimentos que tenham por objeto exclusivo a aplicação de seu capital em carteira diversificada de títulos ou valores imobiliários e pelos fundos em condomínio referidos nos artigos 49 e 50 da Lei número 4.728, de 14 de julho de 1965, inclusive pelos fundos criados pelo Decreto-lei número 157, de 10 de fevereiro de 1967, e legislação posterior, são isentos do imposto de renda na fonte e na declaração de rendimentos da pessoa jurídica.”

⁶ BRASIL. **Lei nº 3.470, 28 de novembro de 1958**. Altera a legislação do Impôsto de Renda e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L3470.htm. Acesso em: 25 maio 2020.

⁷ MARTINS NETO, Carlos. **A responsabilidade do cotista do fundo de investimento em participações**. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2017, p. 30.

Em 1968, a discussão tomou um novo rumo com a edição da Resolução 103 do Banco Central (BACEN), que extinguiu os fundos de financiamento mantidos pelas sociedades de investimento ou financeiras. Em razão disso, foi amplamente criticada e resultou na Resolução 145/70 do BACEN, que criou o “Fundo Mútuo de Investimento”, retornando, mais uma vez, a uma estrutura jurídica condominial.

Aliás, é importante ressaltar que a Resolução 145/70 também foi incentivada pelo surgimento de uma média de 100 fundos sob a forma de condomínio em 1969, acarretando o que muitos denominam como a queda do modelo societário⁸.

Com a Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que atuaria ao lado do Banco Central (BACEN). Somado a isso, este período foi marcado por um amplo desenvolvimento da indústria brasileira de fundos de investimento, especialmente em razão do Plano Real e pela edição da Resolução BACEN 1.912/92, que autorizou a constituição de fundos de investimento em “commodities”, assim como pela abertura do mercado de fundos brasileiros aos investidores institucionais estrangeiros⁹.

No entanto, a competência sobre o assunto foi unificada na CVM apenas com a Lei nº 10.303/2001, a qual trouxe que as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos seriam valores mobiliários sujeitos ao seu regime, conforme o inciso V de seu art. 2º. Dessa forma, a lei apresentada foi responsável por garantir que a CVM teria competência para tratar da matéria¹⁰.

Por conseguinte, a delimitação de sua competência culminou na Instrução CVM 409/2004, responsável por fixar uma data a partir da qual seriam inaplicáveis todas as normas emanadas do Banco Central:

Art.124. Os fundos de investimento que estejam em funcionamento na data de início da vigência desta Instrução e que sejam regulados pela Instrução CVM n.º 302, de 05/05/1999, pelas Circulares n.ºs. 2.616, de 18 de setembro de 1995, e 2.714, de 28 de agosto de 1996, do Banco Central do Brasil, devem adaptar-se às disposições desta Instrução até 31 de janeiro de 2005¹¹.

⁸ TERPINS, Nicole Mattar Haddad. **A natureza jurídica dos Fundos de Investimentos Imobiliários**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, p. 80.

⁹ SOUTO, Sanit-Clair Diniz Martins. **Fundos de investimentos: um tipo societário autônomo e suas principais características**. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de Brasília, Brasília, 2016. Disponível em: <https://repositorio.unb.br/handle/10482/20807>. Acesso em: 27 set. 2020, p. 31.

¹⁰ MARTINS NETO, Carlos. **A responsabilidade do cotista do fundo de investimento em participações**. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2017, p. 34.

¹¹ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 409, de 18 de agosto de 2004**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Brasília, DF: CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst409.html>. Acesso em: 25 maio 2020.

Além disso, tal Instrução previu regras básicas aos Fundos de Investimento e aos Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento, podendo ser destacadas as seguintes: (i) a definição do que seria um fundo (art. 2º), (ii) a possibilidade da constituição de fundos fechados e abertos (art. 5º) e (iii) a definição de cotas como frações ideais, escriturais e nominativas, do patrimônio do fundo (art. 10).

Aliás, para o presente trabalho, o artigo 13 da Instrução CVM 409/2004 é de primordial destaque, dado que repercute na forma pela qual vinha sendo entendida a responsabilidade do cotista-investidor:¹²

Art. 13. Os cotistas responderão por eventual 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 nesta Instrução¹³.

Em seguida, outras Instruções foram aprovadas pela CVM, fixando ainda mais a sua competência¹⁴. Destaca-se, nesse ponto, a Instrução da CVM nº 555/2014 substituiu a Instrução CVM 409/2004, mas manteve a ideia de que o fundo seria uma comunhão de recurso sob a forma condominial para aplicação em ativos financeiros (art. 3º)¹⁵.

Logo, o assunto vinha sendo tratado por intermédio, especialmente, das Instruções da CVM, o que perdurou até a edição da MP nº 881 de 30 de abril de 2019, posteriormente transformada na Lei nº 13.874, de 30 de setembro de 2019, ambas com fundamento na liberdade econômica, conhecida por sua Exposição de Motivos como: “a extensão da conquista humana

¹² Nota-se, no entanto, que, no caso Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs), os cotistas já tinham sua responsabilidade limitada à integralização das quotas subscritas por força do artigo 13, II da Lei nº 8.668/93, este reproduzido no artigo 8º, II da IN CVM nº 472/08, que versa sobre a regulamentação específica desse tipo de fundo.

¹³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 409, de 18 de agosto de 2004**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Brasília, DF: CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst409.html>. Acesso em: 25 maio 2020.

¹⁴ Vejam-se, por exemplo, as Instruções que disciplinam os fundos estruturados: 1) Instrução CVM nº 356 de 2001 (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – “FIDC” e Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – “FICFIDC”); 2) Instrução CVM nº 398 de 2003 (Fundo de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional – “FUNCINE”); 3) Instrução CVM nº 444 de 2006 (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-padronizados – “FIDC-NP”); 4) Instrução CVM nº 472 de 2008 (Fundos de Investimento Imobiliário – “FII”); 5) Instrução CVM nº 578 e Instrução CVM nº 579, ambas de 2016 (Fundos de Investimento em Participações – “FIP”).

¹⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 555, de 17 de dezembro de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Brasília, DF: CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 25 maio 2020.

do Estado de Direito e dos direitos humanos clássicos e todas as suas implicações, em oposição ao absolutismo, aplicada às relações econômicas”.

Conforme ensina Gilberto Bercovici, a ordenação da atividade econômica, ou seja, a ordenação das regras do jogo econômico tem por objetivo constituir a ordem pública, trazendo certas limitações à liberdade econômica¹⁶, tendo esta como base os artigos 1º e 170 da Constituição Federal. Dessa forma, a “MP da Liberdade Econômica”, transformada em lei, demonstra certo liberalismo por parte do Estado, a ser justificado diante do contexto histórico e político.

Nota-se, ainda, que a Exposição de Motivos da MP nº 811/2019 foi clara ao contextualizar o cenário atual brasileiro por intermédio de estudos empíricos. Para ela, o momento atual demonstra a necessidade de recuperação da economia estagnada e uma busca pela diminuição do desemprego, além de priorizar pela garantia dos investimentos em educação e tecnologia, assegurar processos de desestatização e resolver questões de segurança jurídicas quanto aos investimentos. Mais especificamente, tomou o seguinte raciocínio¹⁷:

No Brasil ainda prevalece o pressuposto de que as atividades econômicas devam ser exercidas somente se presente expressa permissão do Estado, fazendo com que o empresário brasileiro, em contraposição ao resto do mundo desenvolvido e emergente, não se sinta seguro para produzir, gerar emprego e renda.¹⁸

Desse modo, inserida em um contexto econômico e político de fomento ao mercado, a Lei nº 13.874, resultado de conversão da MP nº 881, trouxe alterações expressas até mesmo ao Código Civil¹⁹, especialmente no que tange aos Fundos de Investimentos, que passaram a ocupar os artigos 1.368-C a 1.368-F do referido diploma.

Quanto aos fundos, foram inseridas as seguintes alterações ao Código, conforme escreve Jordano Azevedo: (i) o fundo é uma comunhão de recursos, formado sob a configuração de condomínio de natureza especial, tendo como sua principal atribuição a aplicação em ativos

¹⁶ BERCOVICI, Gilberto. Política Econômica e Direito Econômico. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 125, p. 389-406, 2010.

¹⁷ BRASIL. Ministério da Economia, Advocacia-Geral da União e Ministério da Justiça e Segurança Pública. **Exposição de motivos da Medida Provisória nº 881, de 30 de abril de 2019**. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/Exm/Exm-MP-881-19.pdf. Acesso em: 10 set. 2020.

¹⁸ Ibidem.

¹⁹ RODRIGUES JÚNIOR, Otávio Luiz. A lei da liberdade econômica e as transformações no Código Civil. In: GOERGEN, Jerônimo (Org). **Liberdade Econômica: o Brasil livre para crescer**. Coletânea de artigos jurídicos, 2019. Disponível em: <https://aquanticacontabilidade.com.br/web-files/uploads/arquivo/site/1beb05f3260626831375b1dae21477cb.pdf#page=122>. Acesso em: 14 maio 2020, p. 6.

financeiros, direitos de qualquer natureza e bens (art. 1.368-C), (ii) a dispensabilidade do registro em cartório (art. 1.368-C, §3º, CC), (iii) a possibilidade do estabelecimento de limites à responsabilidade de um investidor em relação ao valor de suas cotas, desde que respeitada a regulamentação da CVM sobre o tema (art. 1.368-D, inc. I, do CC), (iv) a delimitação de limites nas responsabilidades por parte dos prestadores de serviço perante o condomínio, sendo entre si ou em relação a terceiros (art. 1.368-D, inc. II, do CC) e (v) a condição de que é possível criar classes, com a possibilidade de construção de um patrimônio segregado para cada uma delas, assim como cotas com direitos e obrigações distintas (art. 1.368-D, inc. III, do CC)²⁰.

Tudo isso teve como pilar os princípios adotados pela Declaração da Liberdade Econômica em seu artigo 2º, quais sejam, (i) a liberdade como uma garantia no exercício de atividades econômicas, (ii) a boa-fé do particular perante o poder público, (iii) a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas e (iv) o reconhecimento da vulnerabilidade do particular perante o Estado²¹.

Assim, tais princípios deram base à Lei nº 13.874, constituindo a ideia de que deve ser priorizada, caso necessário, a liberdade econômica, ao ponto de justificar alterações expressivas especialmente no Código Civil (Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002), o que também é aplicado aos fundos.

Portanto, diante do panorama histórico acima transcrito, torna-se necessário, no presente momento, discorrer mais especificamente sobre a temática dos fundos de investimentos, trazendo noções sobre sua natureza jurídica, suas figuras e suas classificações.

3 NOÇÕES BÁSICAS AOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS

Realizado um retrospecto normativo acerca dos Fundos de Investimentos no Brasil, torna-se necessário, antes de adentrar ao estudo da responsabilidade do cotista, entender alguns conceitos básicos que impactam em seu funcionamento e em sua estruturação.

²⁰ AZEVEDO, Jordano Soares. A análise das alterações promovidas pela Lei 13.874/2019 no regime jurídico dos fundos de investimentos. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, Florianópolis, v. 6, n. 1, p. 1-21, jun. 2020. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.26668/IndexLawJournals/2526-0235/2020.v6i1.6463>. Acesso em: 27 set. 2020.

²¹ BRASIL. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis nos 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei nº 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada nº 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, 20 set. 2019, edição extra-B.

Inicialmente, o presente capítulo se voltará à análise da natureza jurídica dos fundos, especialmente por meio das diversas teorias sobre o assunto, indicando qual foi a adotada pelo Código Civil em razão do previsto na Lei da Liberdade Econômica.

Em seguida, será identificada a posição ocupada por cada uma das principais figuras de um fundo, sendo elas: o Administrador, o Gestor, o Custodiante, o Distribuidor e o Cotistas. Por fim, o estudo se dedicará a classificação dos fundos no Brasil, levando em conta, especialmente, aquela adotada pela CVM e posteriormente atualizada pela ANBIMA.

3.1 NATUREZA JURÍDICA

Ao discutir um instituto, mostra-se necessário direcionar os estudos para sua natureza jurídica. No tocante aos fundos de investimentos, cinco principais teorias foram desenvolvidas: 1) Teoria da Propriedade Fiduciária; 2) Teoria da Propriedade em Mão Comum; 3) Teoria da Organização Associativa; 4) Teoria da Comunidade de Bens não Condominial; 5) Teoria Condominial.

A primeira Teoria, da Propriedade Fiduciária, vislumbra o administrador como proprietário fiduciário do patrimônio do fundo, não tendo os cotistas qualquer direito real sobre ele. No Brasil, o referido proprietário, no entanto, não pode dispor dos bens, de modo que o administrador estaria impedido de adquirir e alienar ativos, o que ocasionou muitas críticas a essa teoria²².

Derivada do direito alemão, a Teoria da Propriedade em Mão Comum entende a relação do fundo com seus cotista como um direito de propriedade, trazendo uma ideia de coletividade. Acontece que não há, em uma estrutura coletivista, o conceito de cota e de divisão de patrimônio, o que impossibilita sua aplicabilidade no país, dado que o patrimônio do fundo é dividido em cotas, que podem ser resgatadas, especialmente no caso de fundos abertos²³.

A Teoria da Organização Associativa, por sua vez, também conhecida como Teoria Societária, entende o fundo como estrutura associativa dotada de personalidade distinta da de seus membros. Com base nessa teoria, alguns autores, como Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, entendem que os fundos teriam a natureza de sociedades em comum despersonalizadas regidas por regulamentos²⁴.

²² MARTINS NETO, Carlos. **A responsabilidade do cotista do fundo de investimento em participações**. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2017, p. 41.

²³ *Ibidem*, p. 40.

²⁴ *Ibidem*, p. 43.

Nota-se ainda que, com base nessa teoria, o fundo viria a receber o mesmo tratamento legal dedicado às sociedades, o que impactaria na forma pela qual viria a ser entendida a responsabilidade de seus cotistas. Por exemplo, se o fundo fosse assemelhado a uma sociedade limitada, sobressairia o entendimento de que o “sócio” responderia apenas a efetividade da integração do capital, tendo sua responsabilidade limitada ao valor de suas cotas²⁵.

No entanto, essa abordagem teórica também é criticada, uma vez que os fundos de investimentos carecem de uma relação societária:

[...] não são estabelecidas quaisquer relações societárias entre o fundo e seus cotistas. Assim como ocorre com o administrador e o gestor, os cotistas se vinculam ao fundo de investimento estabelecendo relações jurídicas de caráter contratual. Isso se explica pelo fato de que, nos tipos societários, o condão, que vincula ambas as partes, nasce e é reforçado por um fator afetivo (*affectio*) que se ausenta para os fundos de investimento. Inexistente esse viés de pessoalidade (que, destaca-se, é fundamental na condução da atividade empresarial), não há que se falar em relação societária, e sim de contrato. Os cotistas se filiam ao fundo sem interesse em quaisquer singularidades partilhadas entre si.²⁶

A quarta corrente acerca da estrutura jurídica dos fundos de investimentos seria a da Teoria da Comunidade de Bens não Condominial. A partir dessa teoria, era adotada a ideia de que o fundo seria uma universalidade de direitos (uma modalidade de bens coletivos), tendo, por exemplo, o mesmo tratamento dedicado à herança.²⁷

Todavia, referida teoria foi amplamente criticada diante de sua inaplicabilidade no Brasil. Ocorre que, ao entender a natureza do fundo como uma “universalidade de direitos”, seria aplicado, por analogia, o art. 1.791 do Código Civil²⁸, fazendo com que tal comunhão fosse entendida como um condomínio, recaindo na última teoria a ser estudada.²⁹

Diante disso, a Teoria Condominial prevaleceu no Brasil e, conforme a própria denominação já diz, a natureza jurídica do fundo seria a de um condomínio:

Por fim, a Teoria Condominial, que prevaleceu no sistema pátrio, consiste na ideia de que as características intrínsecas a um fundo de investimento e as relações estabelecidas entre este os titulares das cotas de sua emissão o aproximam do conceito de condomínio, principalmente no que tange aos direitos decorrentes da propriedade

²⁵ Cf. art. 1.052 do Código Civil.

²⁶ BUENO NETO, Hugo Reginaldo. **Uma análise crítica às recentes alterações na regulamentação dos fundos de investimentos no mercado de capitais brasileiro**. 2016. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2016, p. 14.

²⁷ *Ibidem*, p. 16.

²⁸ Art. 1.791. A herança defere-se como um todo unitário, ainda que vários sejam os herdeiros.

Parágrafo único. Até a partilha, o direito dos co-herdeiros [*sic*], quanto à propriedade e posse da herança, será indivisível, e regular-se-á pelas normas relativas ao condomínio.

²⁹ MARTINS NETO, Carlos. **A responsabilidade do cotista do fundo de investimento em participações**. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2017, p. 39.

da cota enquanto fração ideal do conjunto de bens que constitui tal comunhão. Tanto para o cotista, quanto para o condômino, são assegurados direitos de copropriedade, restando nítido que a relação jurídica nessa situação se limita ao vínculo de propriedade estabelecido entre o titular da cota e a coisa em si, da qual decorrem, portanto, os direitos reais sobre o conjunto de bens e direitos compreendidos no fundo³⁰.

Outrossim, a Teoria Condominial foi a adotada pela CVM em suas Instruções, podendo ser destacado, a título de exemplo, o artigo 3º da Instrução CVM 555. Contudo, mesmo majoritária, também enfrentou críticas, especialmente sob o fundamento de que a CVM não teria competência para criar um condomínio *sui generis*³¹. Para outros, tal abordagem seria afastada pelo fato de os fundos serem criados pelos administradores sem patrimônio, dependendo da integralização das cotas subscritas para ser formado. Assim, ainda que inicialmente, não existiria bem para ser intitulado coletivo, de modo a não haver titulares para esse bem inexistente³².

Apesar disso, a Lei da Liberdade Econômica manteve a natureza jurídica condominial do fundo de investimento ao inserir o art. 1.368-C no Código Civil. Logo, fez com que o Código Civil adotasse a Teoria Condominial.

Aliás, a Lei nº 13.874 não só enquadrou os fundos como condomínios, mas também os especializou como condomínios de natureza especial. Diante disso, foi afastada a incidência do condomínio voluntário (“em geral”), o que impactará na forma pela qual veio a entender a responsabilidade do cotista-investidor:

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. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)

§ 1º Não se aplicam ao fundo de investimento as disposições constantes dos arts. 1.314 ao 1.358-A deste Código³³.

³⁰ BUENO NETO, Hugo Reginaldo. **Uma análise crítica às recentes alterações na regulamentação dos fundos de investimentos no mercado de capitais brasileiro**. 2016. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2016, p. 16.

³¹ CARVALHO, Mario Tarvenard Martins de. **Regime Jurídico dos fundos de investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 161.

³² BUENO NETO, op. cit., p. 38.

³³ BRASIL. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis nos 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei nº 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada nº 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, 20 set. 2019, edição extra-B.

Em vista disso, além de consagrar a teoria que vinha sendo aceita pela doutrina brasileira e pela CVM, a Declaração da Liberdade Econômica deu a ela ampla segurança jurídica, ao passo que inseriu a estrutura dos fundos no próprio Código Civil, um dos principais diplomas brasileiros.

3.2 PARTICIPANTES E COTAS

Ao pensar o artigo 1.368-C, *caput*, do Código Civil, inserido pela Lei da Liberdade Econômica, é possível destacar três aspectos: (i) o fundo de investimento seria uma comunhão de recursos, (ii) sua natureza jurídica seria a de um condomínio de natureza especial, (iii) sua finalidade seria a aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza. No tópico anterior, o estudo foi dedicado à análise da natureza jurídica dos fundos como condomínios, motivo pelo qual o presente trabalho estará voltado agora ao estudo da comunhão de recursos.

Para tal, serão analisados os seus participantes e como são entendidas as cotas dos fundos de investimentos. Analogicamente, mostra-se necessário entender quem os administra, semelhante, por exemplo, ao papel do síndico nos condomínios edilícios, e quem seriam seus “condôminos”, responsáveis pelo aporte para dar forma a comunhão de recurso.

No tocante à constituição, manutenção e participação dos fundos de investimentos, é possível destacar cinco figuras: o Administrador, o Gestor, o Custodiante, o Distribuidor e o Cotistas.

A primeira delas é a do Administrador, responsável pelo conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, o que poderá ser prestado pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo (art. 78, *caput*, da Instrução CVM 555)³⁴.

Exemplifica-se que será o Administrador quem ficará responsável pelo pagamento de resgates e pelo cálculo do valor da cota, precisando assegurar uma escrituração contábil própria ao fundo (*chinese wall*), capaz, inclusive, de segregar a gestão dos recursos da instituição administradora com os recursos de terceiros³⁵.

³⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 555, de 17 de dezembro de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Brasília, DF: CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 25 maio 2020.

³⁵ OLIVEIRA FILHO, Bolivar Godinho de. **Gestão de fundos de investimento: o seu guia para gestão de carteiras**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2019, p. 23.

O Gestor, por sua vez, seria a segunda figura a ser destacada. Este, pessoa jurídica ou física, é responsável pela definição das estratégias de investimentos, sendo ainda quem negocia os valores mobiliários no mercado. Assim, suas estratégias impactam diretamente na rentabilidade do fundo, motivo pelo qual deve estar em consonância com a política de investimentos dele³⁶.

Ademais, é possível destacar também a figura do Custodiante, pessoa jurídica autorizada pela CVM a exercer a custódia e a liquidação financeira, e a do Distribuidor, que atua na venda de cotas mediante o oferecimento de informações aos investidores e seus perfis³⁷.

Aliás, os prestadores de serviço também tiveram sua responsabilidade disciplinada pela Lei da Liberdade Econômica, ao passo que, por ela, foi inserido o art. 1.368-E no Código Civil, o qual dita:

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-fé³⁸.

O artigo acima inovou no ordenamento jurídico brasileiro, pois limitou a responsabilidade dos prestadores de serviço (administradores, gestores, custodiantes e distribuidores), além de complementar, por intermédio do inciso II do art. 1.368-D, a não ocorrência de solidariedade entre eles, seja pelas responsabilidades perante o condomínio entre si ou ainda com terceiros³⁹.

Por último, a figura a ser melhor detalhada é a do Cotista, que representa o investidor do fundo, ou seja, o detentor das cotas. Sua inscrição é realizada no livro de cotistas do fundo de investimento, o que pode se dar por meios de sistemas informatizados (art. 2º, inc. XIV, Instrução CVM 555, de 17 de dezembro de 2014)⁴⁰.

³⁶ BUENO NETO, Hugo Reginaldo. **Uma análise crítica às recentes alterações na regulamentação dos fundos de investimentos no mercado de capitais brasileiro**. 2016. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2016, p. 22.

³⁷ OLIVEIRA FILHO, op. cit., p. 24.

³⁸ BRASIL. **Lei nº 10.406, 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/2002/L10406compilada.htm. Acesso em: 25 maio 2020.

³⁹ AZEVEDO, Jordano Soares. A análise das alterações promovidas pela Lei 13.874/2019 no regime jurídico dos fundos de investimentos. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, Florianópolis, v. 6, n. 1, p. 1-21, jun. 2020. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.26668/IndexLawJournals/2526-0235/2020.v6i1.6463>. Acesso em: 27 set. 2020, p. 11-12.

⁴⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 555, de 17 de dezembro de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Brasília, DF: CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 25 maio 2020.

Quanto aos cotistas, é importante salientar que alguns fundos exigem investidores qualificados (mais do que R\$ 1 milhão aplicados em investimentos) e/ou profissionais (mais de dez milhões de reais em investimentos), conforme trazido pela própria Instrução CVM 555 de 2014. Além disso, no tocante à sua relação jurídica com o fundo, destaca-se:

Embora ao detentor de cotas do fundo seja conferido o direito a um determinado quinhão, expresso em forma monetária, do que compõe seu patrimônio, uma importante característica da relação jurídica constituída entre o fundo e o cotista é a separação patrimonial. O patrimônio do fundo não pode ser afetado por dívidas e obrigações assumidas pelo cotista. Da mesma forma, o cotista não possui os direitos de utilização direta ou usufruto em relação aos bens e direitos que compõem a carteira do fundo.⁴¹

Já as cotas são as frações ideais de seu patrimônio, sendo seus valores resultantes da divisão do valor do patrimônio líquido pelo número de cotas do fundo, ambos apurados no encerramento do dia, ou seja, no horário de fechamento do mercado⁴². Sobre o assunto, o art. 11 da Instrução CVM 555 dispõe:

Art. 11. As cotas do fundo correspondem a frações ideais de seu patrimônio, são escriturais, nominativas, e conferem iguais direitos e obrigações aos cotistas.
 § 1º O valor da cota do dia é resultante da divisão do valor do patrimônio líquido pelo número de cotas do fundo, apurados, ambos, no encerramento do dia, assim entendido, para os efeitos desta Instrução, como o horário de fechamento dos mercados em que o fundo atue.
 § 2º Quando se tratar de fundo que atue em mercados no exterior, o encerramento do dia pode ser considerado como o horário de fechamento de um mercado específico indicado no regulamento.

Apesar de serem entendidas como valores mobiliários (art. 2º, inc. V, da Lei nº 6.385/7), não é aceitável equiparar as cotas dos fundos de investimento a "dinheiro em aplicação financeira", embora os fundos sejam uma espécie de aplicação financeira, conforme jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça⁴³.

⁴¹ BUENO NETO, Hugo Reginaldo. **Uma análise crítica às recentes alterações na regulamentação dos fundos de investimentos no mercado de capitais brasileiro**. 2016. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2016, p. 22.

⁴² GOMES, Fábio Augusto Reis; CRESTO, Vicente. Avaliação do Desempenho dos Fundos Long-Short no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 8, n. 4, p. 505-529, 2010. Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305824900005>. Acesso em: 27 set. 2020, p. 514.

⁴³ ADMINISTRATIVO E PROCESSUAL CIVIL. RECURSO ESPECIAL. EXECUÇÃO FISCAL. CRÉDITO NÃO-TRIBUTÁRIO. OFERECIMENTO À PENHORA DE COTAS DE FUNDO DE INVESTIMENTO. PRETENSÃO DE EQUIPARAÇÃO À DINHEIRO. IMPOSSIBILIDADE. CONDOMÍNIO DE RECURSOS FINANCEIROS SUJEITOS ÀS VARIAÇÕES DE MERCADO. INCERTEZA QUANTO AO MONTANTE A SER EVENTUALMENTE LIQUIDADADO. 1. Recurso especial no qual se discute a possibilidade de, em execução fiscal, se equiparar cotas de fundo de investimento ao dinheiro em aplicação em instituição financeira (art. 655, inciso I, do CPC). 2. A expressão "dinheiro em aplicação financeira" não equivale ao valor financeiro correspondente às cotas de fundos de investimento. 3. Ao se proceder à penhora dinheiro em depósito ou em

Entendidas as cotas e as figuras envolvidas no presente instituto, é possível concluir que o cotista-investidor ocupa um papel crucial na estruturação do fundo ao realizar o aporte, o que compõe a comunhão de recursos, sendo também este um dos motivos pelo qual sua responsabilidade civil merece atenção.

3.3 UMA ANÁLISE DAS FORMAS DE CLASSIFICAÇÃO

Superada a análise da natureza jurídica dos fundos e da comunhão de recursos, é necessário discutir um último aspecto do art. 1.368-C, *caput*, do Código Civil. Portanto, neste tópico, o estudo será dedicado à parte final do referido artigo, ou seja, à análise da aplicação em ativos financeiros.

Dentro disso, ao pensar em como serão aplicados os ativos, é necessário considerar a classificação dos riscos a depender do fundo em questão, o que está entrelaçado à forma pela qual os recursos dos fundos são investidos. Sobre o assunto, uma das principais classificações é a adotada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em seu Manual do Investidor, a qual leva em conta o risco assumido nos investimentos.

Com base na Instrução 409 de 2004 (substituída pela Instrução da CVM nº 555/2014)⁴⁴, a classificação seria no seguinte sentido: (i) fundos de curto prazo, voltados exclusivamente a investimentos em títulos públicos federais ou privados de curto prazo e de baixo risco de crédito, (ii) fundos referenciados, que acompanham a variação de determinado indicador de desempenho definido em seu objetivo, (iii) fundos de renda fixa, em que, pelo menos, 80% de seus recursos são aplicados em ativos de renda fixa, (iv) fundos de ações, que devem investir no mínimo 67% do seu patrimônio em ações que sejam admitidas à negociação em mercado de bolsa ou balcão organizado ou em ativos relacionados, (v) fundos cambiais,

aplicação financeira, a constrição processual atinge numerário certo e líquido, que fica bloqueado ou depositado, à disposição do juízo da execução fiscal. [...] 5. Conclui-se, portanto, pela impossibilidade jurídica de se equiparar as cotas de fundos de investimento a "dinheiro em aplicação financeira", embora os fundos de investimento sejam uma espécie de aplicação financeira. Não há, pois, violação do art. 655, inciso I, do CPC. 6. A tese relativa à observância do princípio da menor onerosidade não pode ser apreciada em sede de recurso especial, à luz do entendimento contido na Súmula n. 7 do STJ. Nesse sentido: AgRg no AREsp 66.122/PR, Rel. Ministro Arnaldo Esteves Lima, Primeira Turma, DJe 15/10/2012; AgRg no AREsp 205.217/MG, Rel. Ministro Teori Albino Zavascki, Primeira Turma, DJe 04/09/2012. 7. Recurso especial parcialmente conhecido e, nessa parte, não provido. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.346.362/RS. Recorrente: Unibanco – União de Bancos Brasileiros S/A. Recorrido: Município de Porto Alegre. Relator: Min. Benedito Gonçalves. **DJe**: Brasília, DF, 4 dez. 2012.

⁴⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 409, de 18 de agosto de 2004**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Brasília, DF: CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst409.html>. Acesso em: 25 maio 2020.

com, no mínimo, 80% de seu patrimônio investido em ativos que se relacionem com o seu risco de variação no preço da moeda estrangeira e (vi) fundos multimercados, nos quais inexistem o compromisso dos investimentos serem concentrados em um fator especial de risco.

Somado a isso, destacam-se os fundos de investimentos estruturados que cumprem regras específicas, as quais são: 1) Instrução CVM nº 356 de 2001 (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – “FIDC” e Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – “FICFIDC”); 2) Instrução CVM nº 398 de 2003 (Fundo de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional – “FUNCINE”); 3) Instrução CVM nº 444 de 2006 (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-padronizados – “FIDC-NP”); 4) Instrução CVM nº 472 de 2008 (Fundos de Investimento Imobiliário – “FII”); 5) Instrução CVM nº 578 e Instrução CVM nº 579, ambas de 2016 (Fundos de Investimento em Participações – “FIP”).

No entanto, conforme visto, a Instrução CVM 409 de 2004, foi substituída pela Instrução CVM nº 555/2014. Em razão disso, para facilitar a escolha do investidor com base em seu perfil de risco, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) propôs uma nova classificação⁴⁵.

Para a ANBIMA, a classificação dos fundos precisa ser vista em três níveis. O primeiro, fixado no âmbito da regulação, seria o da classe de ativos, subdividido em renda fixa, ações, multimercado e cambial. Já o segundo, inserido na autorregulação, versa sobre os tipos de gestão e riscos, a serem divididos em indexados, ativos e de investimento no exterior. Por último, o terceiro nível, também integrante da autorregulação, diz respeito à estratégia a ser adotada pelo fundo⁴⁶.

⁴⁵ NASCIMENTO, Pedro Henrique M.; SCARAMUSSA, Felipe Manarte; BORTOLON, Patrícia Maria. A Evolução da Indústria de Fundos de Investimento Brasileira entre 2010 e 2019. In: CONGRESSO UFSC DE CONTROLADORIA E FINANÇAS, 10.; CONGRESSO UFSC DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 10, Florianópolis, 2020. **Anais eletrônicos**: [...]. Florianópolis: UFSC, 2020, p. 8. Disponível em: http://dvl.ccn.ufsc.br/10congresso/anais/10CCF_PREVIA/20200715200509_id.pdf. Acesso em: 27 set. 2020, p. 8.

⁴⁶ Com base na classificação da ANBIMA, os fundos seriam: 1) de renda fixa, subdivididos em (i) simples, tanto para gestão e risco, quanto para estratégias, (ii) indexados, também para o risco/gestão e para a estratégia, (iii) de duração baixa, abrangendo soberano, grau de investimento e crédito livre, (iv) de duração média (soberano, grau de investimento e crédito livre), (v) de duração alta (soberano, grau de investimento e crédito livre), (vi) de duração livre (soberano, grau de investimento e crédito livre) e (vii) de investimento no exterior, seja em dívida externa ou em investimento no exterior propriamente dito; 2) de ações, trazendo os (i) indexados (com base nos índices), (ii) os ativos, divididos em valor/crescimento, dividendos (sustentabilidade e governança), *small caps*, índice ativo, setoriais e livres, (iii) os específicos, voltados para FMP-FGTS, fechados de ações e “mono ações” e (iv) os de investimento no exterior; 3) os multimercados, subdivididos em (i) alocação, balanceados ou dinâmicos, (ii) de estratégia (macro, *trading*, *long and short* neutro, *long and short* direcional, juros e moeda, livre, capital protegido e de estratégia específica) e (iii) de investimento no exterior; 4) cambial, sendo assim tanto para gestão e risco, quanto para estratégias.

Além da classificação em razão do risco, é importante observar que os fundos também se dividem em condomínios abertos e fechados. Os primeiros são caracterizados pela possibilidade do cotista solicitar o resgate de suas cotas a qualquer tempo, o segundo impõe ao cotista um prazo de duração do fundo, sendo possível, com base no art. 4º, da Instrução CVM 555/14, o resgate das cotas somente após o término de tal prazo⁴⁷.

Posto isto, a forma pela qual se dará aplicação em ativos financeiros irá variar de acordo com a classificação do fundo. Logo, fica claro que o cotista ocupa posição estratégica na estruturação do condomínio, pois, escolhido o seu risco de investimento, será ele quem fará o aporte de recursos.

4 A RESPONSABILIDADE DO COTISTA-INVESTIDOR

A responsabilidade do cotista-investidor no ordenamento brasileiro merece destaque em razão da abertura do mercado nacional a investidores estrangeiros. Somado isso, o assunto foi um dos pontos com destaque pela Lei da Liberdade Econômica, carecendo de uma análise aprofundada sobre o tema.

No Brasil, mostrou-se recorrente a necessidade de as legislações pátrias atenderem aos padrões internacionais. Com o advento do Plano Real na Década de 90, o país vivenciou um processo de abertura e de ajustes econômicos para atrair os investidores internacionais⁴⁸. Em razão disso, os investidores institucionais estrangeiros começaram a ter espaço no mercado de fundos de investimentos⁴⁹.

É natural que estrangeiros, ao investirem no Brasil, busquem certa segurança jurídica, especialmente por estarem acostumados com os padrões de seus países. Assim, dentre as suas preocupações, surgiu a de que se eles teriam ou não responsabilidade, como no caso de patrimônio negativo do fundo.

Como exemplo, observa-se, nos Estados Unidos, que os *Hedge Funds*, similares aos fundos multimercados brasileiros, tem como principal característica o fato de o investidor ser

⁴⁷ CALDERADO, Francisco Roberto. **Fundos de investimento em condomínio fechado: vantagens tributárias**. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito) – INSPER, São Paulo, 2018. Disponível em: <http://hdl.handle.net/11224/1936>. Acesso em: 27 set. 2020, p. 44.

⁴⁸ SILVA, Thiago Mascarenhas de Souza e. **O controle societário nas companhias com investimentos de Fundos de Private Equity listadas na BM&FBOVESPA**. 2010. Dissertação (Mestrado em Direito) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010. Disponível em: <https://direitosp.fgv.br/publicacoes/control-societario-companhias-com-investimentos-de-fundos-de-private-equity-listadas-bm>. Acesso em: 27 set. 2020, p. 64.

⁴⁹ SOUTO, Sanit-Clair Diniz Martins. **Fundos de investimentos: um tipo societário autônomo e suas principais características**. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de Brasília, Brasília, 2016. Disponível em: <https://repositorio.unb.br/handle/10482/20807>. Acesso em: 27 set. 2020, p. 31.

responsável apenas até o limite do capital investido, conforme explica Roberto Pitaguari Germanos:

Há que se mencionar uma inegável vantagem dos *hedge funds* norte-americanos frente aos modelos brasileiros e italianos, a segurança jurídica formal. Não existe por lá a discussão teoria sobre a limitação da responsabilidade dos quotistas, ou sobre o regime que o judiciário deve ou não adotar na análise de algum litígio, como existe na Itália ou aqui. Na *limited partnership*, o sócio responde no limite do capital investido, nada mais. No Brasil e na Itália a questão ainda não é pacífica, e o problema de responsabilidade limitada (ou não) do quotista e o da aplicação subsidiária das regras de Direito Societário (ou condominial) estão longes de acabar⁵⁰.

No entanto, no contexto pátrio, a discussão acerca da responsabilidade limitada (ou não) do cotista estava (e ainda está) em debate. Por força do art. 15 da Resolução nº 555 da CVM, prevalecia o entendimento de que o cotista-investidor responderia por eventual patrimônio líquido negativo do fundo. Logo, alguns regulamentos de fundos de investimentos brasileiros traziam, dentre as obrigações do cotista ao ingressar no fundo, o dever de atestar ter tomado ciência da possibilidade de ocorrência de patrimônio líquido negativo e de sua responsabilidade por consequentes aportes adicionais de recursos⁵¹.

Já ao se tratar dos Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs), havia uma exceção. De acordo com o artigo 13, inciso II da Lei nº 8.668/93, seus cotistas teriam responsabilidade limitada à integralização das cotas subscritas. No mesmo sentido, dispôs o artigo 8º, II da Instrução CVM nº 472/08, que regulamenta os FIIs⁵²:

Art. 8º O titular de cotas do FII:

II – não responde pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual, relativa aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou do administrador, salvo quanto à obrigação de pagamento das cotas que subscrever.

Assim, o entendimento era de que, salvo no caso de Fundo de Investimento Imobiliário, o cotista-investidor teria responsabilidade em caso de patrimônio negativo.

⁵⁰ GERMANOS, Roberto Pitaguari. **Hedge Funds**: análise jurídica no direito brasileiro e comparado. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: doi:10.11606/D.2.2009.tde-11112011-103414. Acesso em: 27 set. 2020.

⁵¹ Para visualizar como tal previsão era tratada na prática, confira o regulamento do HSBC Fundo de Investimento em cotas de Fundos de Investimento Multimercado Global (CNPJ/MF nº 18.810.900/0001-60), disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/docsrecebidos/20140227204344UPe5f1317c310f44bf8fa65e0b27feefd0.pdf>. Acesso em: 20 ago. 2020.

⁵² BRANCO, Antonio Carlos Amorim Castello; CASTRO, Decio Pio Borges. Lei da liberdade econômica, uma oportunidade para a indústria de fundos de investimento. **Machado Meyer Advogados**, Rio de Janeiro, 4 out. 2019. Disponível em: <https://www.machadomeyer.com.br/pt/inteligencia-juridica/publicacoes-ij/m-a-e-private-equity-ij/lei-da-liberdade-economica-uma-oportunidade-para-a-industria-de-fundos-de-investimento>. Acesso em: 20 ago. 2020.

Todavia, muito era discutido sobre a falta de segurança para ele, tendo em vista que não havia uma norma acerca de uma possível responsabilidade limitada ao valor de suas cotas, por exemplo.

Nota-se que, ao aportar recursos em um fundo, o cotista busca, de maneira geral, “alavancar” o seu capital investido. Logo, surge nele, especialmente no investidor estrangeiro, uma preocupação para os casos em que será responsabilizado. Desse modo, acredita-se que garantir a responsabilidade limitada do cotista ao valor de suas cotas seria uma das formas de captação de investidores à Indústria de Fundos Brasileira.

Na realidade, a discussão acerca da responsabilidade civil do cotista é recorrente ao falarmos das sociedades empresárias, variando a depender do tipo societário. Ao falar do sócio de uma sociedade limitada, por exemplo, é necessário considerar que sua responsabilidade estará restrita ao valor de suas cotas, mas respondendo solidariamente pela integralização do capital social (art. 1.052 do Código Civil). Sobre o assunto, dispõe Octávio Mendes:

O característico essencial da sociedade de responsabilidade ilimitada é que nela cada sócio responde pelas obrigações até a efetiva integração do capital social. É preciso atender que a responsabilidade de cada sócio é, não pela realização da sua quota de capital, mas pela integralização de todo o capital social⁵³.

Já, na sociedade anônima, a responsabilidade dos acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas (art. 1º da Lei nº 6.404/75), de modo que, uma vez integralizado o capital, este não terá, em caso de falência, responsabilidade adicional no aporte de recursos. Especificamente, escreve Sérgio Campinho:

Integralizado o correspondente preço, via de regra, nada mais pode ser dele exigido, quer pela sociedade, quer por terceiros. Não tem o acionista responsabilidade subsidiária pelas obrigações sociais. O preço de emissão de cada ação de sua titularidade é o limite máximo de suas perdas, em caso de insucesso do empreendimento⁵⁴.

Todavia, conforme já apresentado, os fundos de investimentos carecem de uma relação societária, pois celebram com seus cotistas apenas um contrato, sem que haja a caracterização do *affectio societatis*⁵⁵. Em razão disso, a Teoria Societária, que entendia o fundo como uma

⁵³ MENDES, Octavio. **Direito comercial terrestre**. São Paulo: Saraiva & Cia., 1930.

⁵⁴ CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: sociedade anônima**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020.

⁵⁵ BUENO NETO, Hugo Reginaldo. **Uma análise crítica às recentes alterações na regulamentação dos fundos de investimentos no mercado de capitais brasileiro**. 2016. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2016, p. 14.

sociedade, perdeu forças para a Condominial, adotada pela CVM em suas Instruções e mantida pela “Lei da Liberdade Econômica” (art. 1.368-C do Código Civil).

Mais especificamente, a Declaração da Liberdade Econômica, ao pensar o fundo como um condomínio de natureza especial, inovou ao dispor sobre a responsabilidade do cotista investidor para outros sem ser apenas o imobiliário:

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 classe⁵⁶.

O artigo acima definiu que o regulamento do fundo poderá, observada a regulamentação da CVM, limitar a responsabilidade do investidor ao valor de suas cotas, o que já vinha sendo aceito aos FIIs. No entanto, caso um fundo constituído sem a limitação da responsabilidade venha a adotá-la posteriormente, serão abrangidos apenas, conforme observado pelo §1º do art. 1.368-D, os fatos ocorridos após a respectiva mudança.

Somado a isso, a Lei da Liberdade Econômica foi incisiva ao dispor sobre a responsabilidade do próprio fundo, que passará a ser responsável diretamente pelas obrigações legais e contratuais que contrair, respondendo os prestadores de serviço pelos prejuízos em caso de dolo ou má-fé (art. 1.368-E do Código Civil).

Com isso, atendendo a padrões internacionais, o legislador brasileiro positivou a temática em um dos principais diplomas do País. Para ele, será possível o estabelecimento da responsabilidade limitada do cotista-investidor, observada a regulamentação da CVM sobre o tema. Contudo, poderia vir a existir o seguinte questionamento: se o fundo adota, em seu regulamento, a responsabilidade limitada do investidor, quem será o responsável por suas obrigações contratuais e patrimoniais?

A resposta é dada pela própria lei. Em se tratando de obrigações legais e contratuais assumidas pelo próprio fundo, será ele o responsável direto, salvo no caso de dolo ou má-fé dos

⁵⁶ BRASIL. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis nos 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei nº 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada nº 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, 20 set. 2019, edição extra-B.

prestadores de serviço (art. 1.368-E, caput, do CC). Entretanto, serão aplicadas as regras de insolvência previstas entre os artigos 955 a 965 do Código Civil para os casos em que o fundo limite a responsabilidade de seus investidores, mas não tenha patrimônio suficiente para responder por suas dívidas (art. 1.368-E, §1º, do CC)⁵⁷.

Apesar de ser discutível quais seriam os limites da regulamentação da CVM, ficou claro, através desses artigos, que o legislador brasileiro tentou proteger o cotista-investidor, por exemplo, da forma pela qual vinha sendo tratada sua responsabilidade em caso de aporte extraordinários de recurso ou em caso de patrimônio negativo do fundo (vide art. 15 da Instrução CVM nº 555).

Dessa maneira, a Declaração da Liberdade Econômica pode ser entendida como um marco acerca do assunto, dado que, além de consagrar o fundo como um condomínio de natureza especial, foi crucial para “provocar” a CVM para que esta discipline como o regulamento do fundo poderá limitar a responsabilidade do investidor ao valor de suas cotas.

Relembra-se que, disciplina pela Lei nº 6.385/2020, a Comissão de Valores Mobiliários é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, mas com personalidade jurídica e patrimônio próprios, sendo ainda dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária (art. 5º).

Conforme já visto no presente trabalho, a sua competência para disciplinar os fundos era um assunto amplamente controvertido. Em outras palavras, mediante a Lei nº 10.303/2001, que incluiu as cotas dos fundos como valores mobiliários, foi realizado um raciocínio jurídico por diversos autores, como Carlos Martins Neto, no sentido de que a CVM teria competência plena para regular o assunto.

Por sua vez, a Declaração da Liberdade Econômica, ao inserir o art. 1.368-C, parágrafo 1º e o 1.368-D, caput, ao Código Civil, foi categórica ao dispor que competiria à CVM tratar a forma pela qual será dada a limitação da responsabilidade do cotista de um fundo:

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.

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

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:

⁵⁷ A resposta acima descrita é resultado da mera leitura da lei. No entanto, com a regulamentação da CVM e com as discussões do assunto na prática, a questão ainda pode vir a ser controvertida.

I - a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas⁵⁸; [...].

Portanto, é evidente que a CVM deverá disciplinar o assunto, pois o art. 1.368-D inserido no Código Civil não é autoaplicável. Mas, surgiu certa expectativa acerca da regulamentação do tema, o que será submetido à audiência pública, permanecendo vigente, por ora, a Instrução da CVM nº 555/2014, que, em seu artigo 15, determina a responsabilidade dos cotistas por eventual patrimônio líquido negativo do fundo⁵⁹.

No entanto, mesmo sem a regulamentação, estudiosos já se debruçam sobre o tema. A título de exemplo, de acordo com Jordano Soares de Azevedo, as novas regras de limitação da responsabilidade, especialmente no que tange ao cotista, poderiam variar a depender do fator de risco de cada fundo de investimento⁶⁰.

Para ele, há uma tendência da autarquia em autorizar a limitação da responsabilidade dos cotistas, especialmente diante dos elogios conferidos pela CVM às alterações da Lei 13.874/2019. Apesar disso, acrescenta que tal limitação é uma importante conquista, por exemplo, do Direito Societário, mas que pode obrigar que os credores suportem certos prejuízos, em razão de um suposto “desenvolvimento econômico”.

Nessa perspectiva, André Santa Cruz, citado por Jordano Soares de Azevedo, defende que a CVM poderá proibir determinados fundos de adotarem a responsabilidade limitada dos cotistas, principalmente ao levar em conta suas características⁶¹.

Tal raciocínio tem certo sentido ao pensar que o risco e/ou as características de um determinado fundo podem ocasionar possivelmente em uma maior probabilidade de o cotista vir a ser chamado por eventual patrimônio negativo. Diante disso, é possível concluir que a CVM precisa adequar suas Instruções ao novo tratamento legal do assunto, podendo, inclusive,

⁵⁸ BRASIL. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis nos 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei nº 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada nº 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, 20 set. 2019, edição extra-B.

⁵⁹ PUBLICADA a Lei da Liberdade Econômica. **CVM**, Brasília, 23 set. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190923-3.html>. Acesso em: 2 nov. 2020.

⁶⁰ AZEVEDO, Jordano Soares. A análise das alterações promovidas pela Lei 13.874/2019 no regime jurídico dos fundos de investimentos. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, Florianópolis, v. 6, n. 1, p. 1-21, jun. 2020. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.26668/IndexLawJournals/2526-0235/2020.v6i1.6463>. Acesso em: 27 set. 2020, p. 18.

⁶¹ SANTA CRUZ, 2019 apud AZEVEDO, Jordano Soares. A análise das alterações promovidas pela Lei 13.874/2019 no regime jurídico dos fundos de investimentos. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, Florianópolis, v. 6, n. 1, p. 1-21, jun. 2020. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.26668/IndexLawJournals/2526-0235/2020.v6i1.6463>. Acesso em: 27 set. 2020.

estabelecer restrições a depender do risco/classificação dos fundos, se ficar entendido em audiência pública que é o caso.

Somado a isso, é importante observar que a Lei nº 13.874 também estabeleceu ser possível o estabelecimento de classes de cotas, que poderão ter, inclusive, patrimônios segregados (art. 1.368-D, inc. III, do CC). Assim, ainda que remotamente, este também poderá ser um critério para a forma pela qual seria entendida a responsabilidade do cotista.

Apesar de discutível os limites da atuação da CVM ao disciplinar o assunto, é evidente que não poderá ser tão restritiva, tendo em vista que a própria Lei da Liberdade Econômica já garantiu a possibilidade de o regulamento do fundo de investimento estabelecer a limitação da responsabilidade do investidor ao valor de suas cotas. Com isso, caberá a ela especializar o assunto, mas sem esquecer das inovações da Lei nº 13.874.

5 CONCLUSÃO

A Lei nº 13.874 (Declaração da Liberdade Econômica) trouxe avanços jurídicos aos fundos de investimentos, especialmente no que tange à responsabilidade dos cotistas. Conforme visto, o tema era tratado por leis esparsas e por Instruções da CVM, sendo agora positivado no Código Civil, que adotou a Teoria Condominial.

Após entender a natureza do fundo como a de um condomínio especial, foi possível analisar seus participantes, assim como sua forma de classificação. Em seguida, buscou-se entender como a responsabilidade do cotista vinha sendo tratada no ordenamento jurídico brasileiro.

Ultrapassada a análise da Instrução CVM nº 555/2014, que dispunha acerca da responsabilidade do cotista por eventual aporte de recurso em caso de patrimônio negativo do fundo, os estudos se voltaram à Lei da Liberdade Econômica, concluindo que o regimento do fundo poderá limitar a responsabilidade do investidor ao valor de suas cotas, observada a regulamentação da autarquia sobre o tema.

Quanto à atuação da CVM, espera-se que haja uma audiência pública para discutir o assunto, podendo ainda ser disciplinado que a limitação da responsabilidade do investidor irá variar a depender do risco e/ou da classificação do fundo. Dessa forma, a expectativa é de que a entidade descreva como se dará a limitação da responsabilidade do cotista. Contudo, sem ser amplamente restritiva, tendo em vista que a própria Lei da Liberdade Econômica já destacou o assunto no Código Civil.

REFERÊNCIAS

AZEVEDO, Jordano Soares. A análise das alterações promovidas pela Lei 13.874/2019 no regime jurídico dos fundos de investimentos. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, Florianópolis, v. 6, n. 1, p. 1-21, jun. 2020. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.26668/IndexLawJournals/2526-0235/2020.v6i1.6463>. Acesso em: 27 set. 2020.

BERCOVICI, Gilberto. Política Econômica e Direito Econômico. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 125, p. 389-406, 2010.

BRANCO, Antonio Carlos Amorim Castello; CASTRO, Decio Pio Borges. Lei da liberdade econômica, uma oportunidade para a indústria de fundos de investimento. **Machado Meyer Advogados**, Rio de Janeiro, 4 out. 2019. Disponível em: <https://www.machadomeyer.com.br/pt/inteligencia-juridica/publicacoes-ij/m-a-e-private-equity-ij/lei-da-liberdade-economica-uma-oportunidade-para-a-industria-de-fundos-de-investimento>. Acesso em: 20 ago. 2020.

BRASIL. [Constituição (1988)]. **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF: Senado Federal, Centro Gráfico, 1988.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 409, de 18 de agosto de 2004**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Brasília, DF: CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst409.html>. Acesso em: 25 maio 2020.

_____. _____. **Instrução Normativa nº 555, de 17 de dezembro de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Brasília, DF: CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Acesso em: 25 maio 2020.

_____. **Lei nº 3.470, 28 de novembro de 1958**. Altera a legislação do Imposto de Renda e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L3470.htm. Acesso em: 25 maio 2020.

_____. **Lei nº 10.406, 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/2002/L10406compilada.htm. Acesso em: 25 maio 2020.

_____. Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis nos 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei nº 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada nº 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, 20 set. 2019, edição extra-B.

_____. Medida provisória nº 881, de 30 de abril de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, estabelece garantias de livre mercado, análise de impacto regulatório, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**: Brasília, DF, 30 abr. 2018, edição extra-B.

_____. Ministério da Economia, Advocacia-Geral da União e Ministério da Justiça e Segurança Pública. **Exposição de motivos da Medida Provisória nº 881, de 30 de abril de 2019**. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/Exm/Exm-MP-881-19.pdf. Acesso em: 10 set. 2020.

_____. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.346.362/RS. Recorrente: Unibanco – União de Bancos Brasileiros S/A. Recorrido: Município de Porto Alegre. Relator: Min. Benedito Gonçalves. **DJe**: Brasília, DF, 4 dez. 2012.

BUENO NETO, Hugo Reginaldo. **Uma análise crítica às recentes alterações na regulamentação dos fundos de investimentos no mercado de capitais brasileiro**. 2016. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2016.

CALDERADO, Francisco Roberto. **Fundos de investimento em condomínio fechado: vantagens tributárias**. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito) – INSPER, São Paulo, 2018. Disponível em: <http://hdl.handle.net/11224/1936>. Acesso em: 27 set. 2020.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: sociedade anônima**. 5. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2020.

CARVALHO, Mario Tarvenard Martins de. **Regime Jurídico dos fundos de investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

COMPARATO, Fábio Konder. **Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

GERMANOS, Roberto Pitaguari. **Hedge Funds: análise jurídica no direito brasileiro e comparado**. 2009. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: doi:10.11606/D.2.2009.tde-11112011-103414. Acesso em: 27 set. 2020.

GOMES, Fábio Augusto Reis; CRESTO, Vicente. Avaliação do Desempenho dos Fundos Long-Short no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 8, n. 4, p. 505-529, 2010. Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305824900005>. Acesso em: 27 set. 2020.

INDÚSTRIA de fundos já registra captação de R\$ 146 bilhões no ano. **ANBIMA**, 8 set. 2020. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/industria-de-fundos-ja-registra-captacao-de-r-146-bilhoes-no-ano.htm. Acesso em: 20 ago. 2020.

MARTINS NETO, Carlos. **A responsabilidade do cotista do fundo de investimento em participações**. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2017.

MENDES, Octavio. **Direito comercial terrestre**. São Paulo: Saraiva & Cia., 1930.

NASCIMENTO, Pedro Henrique M.; SCARAMUSSA, Felipe Manarte; BORTOLON, Patrícia Maria. A Evolução da Indústria de Fundos de Investimento Brasileira entre 2010 e 2019. *In*: CONGRESSO UFSC DE CONTROLADORIA E FINANÇAS, 10.; CONGRESSO UFSC DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 10, Florianópolis, 2020. **Anais eletrônicos**: [...]. Florianópolis: UFSC, 2020, p. 8. Disponível em: http://dvl.ccn.ufsc.br/10congresso/anais/10CCF_PREVIA/20200715200509_id.pdf. Acesso em: 27 set. 2020.

OLIVEIRA FILHO, Bolivar Godinho de. **Gestão de fundos de investimento: o seu guia para gestão de carteiras**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2019.

PESSÔA FILHO, Pedro Aurélio de. **Investimento em criptomoedas: a possibilidade jurídica de crypto fundos no Brasil**. 2018. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação de Direito) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2018. Acesso em: <http://hdl.handle.net/11422/5613>. Acesso em: 26 set. 2020.

PUBLICADA a Lei da Liberdade Econômica. **CVM**, Brasília, 23 set. 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190923-3.html>. Acesso em: 2 nov. 2020.

REGULAMENTO. **HSBC Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento Multimercado Global**, s.d. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/docsrecebidos/20140227204344UPe5f1317c310f44bf8fa65e0b27feefd0.pdf>. Acesso em: 20 ago. 2020.

RODRIGUES JÚNIOR, Otávio Luiz. A lei da liberdade econômica e as transformações no Código Civil. *In*: GOERGEN, Jerônimo (Org). **Liberdade Econômica: o Brasil livre para crescer**. Coletânea de artigos jurídicos, 2019. Disponível em: <https://aquanticacontabilidade.com.br/web-files/uploads/arquivo/site/1beb05f3260626831375b1dae21477cb.pdf#page=122>. Acesso em: 14 maio 2020.

SILVA, Thiago Mascarenhas de Souza e. **O controle societário nas companhias com investimentos de Fundos de Private Equity listadas na BM&FBOVESPA**. 2010. Dissertação (Mestrado em Direito) – Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2010. Disponível em: <https://direitosp.fgv.br/publicacoes/control-societario-companhias-com-investimentos-de-fundos-de-private-equity-listadas-bm>. Acesso em: 27 set. 2020.

SOUTO, Sanit-Clair Diniz Martins. **Fundos de investimentos: um tipo societário autônomo e suas principais características**. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de Brasília, Brasília, 2016. Disponível em: <https://repositorio.unb.br/handle/10482/20807>. Acesso em: 27 set. 2020.

TERPINS. Nicole Mattar Haddad. **A natureza jurídica dos Fundos de Investimentos Imobiliários**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.



TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu,

Eduarda Ciocca Muniz, regularmente matriculada, no Curso de Direito, na disciplina do TCC da 10ª etapa, matrícula nº 31614388, Período 10, Turma 10N,

tendo realizado o TCC com o título: A responsabilidade civil do cotista de fundo de investimento: uma análise à luz da Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/19)

sob a orientação da professora: Thaís Cíntia Cárnio

declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 09 de novembro de 2020.

Assinatura do discente