



# PUC

**DEPARTAMENTO DE DIREITO**

**REFLEXÕES ACERCA DA NATUREZA  
JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO –  
DAS ESPECIFICIDADES DO FIP**

**por**

**DICÉA FERRAZ SAMPAIO**

**ORIENTADOR(A): NORMA PARENTE**

**2011.1**

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

RUA MARQUÊS DE SÃO VICENTE, 225 - CEP 22453-900

RIO DE JANEIRO – BRASIL

**REFLEXÕES ACERCA DA NATUREZA  
JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO –  
DAS ESPECIFICIDADES DO FIP**

**por**

**DICÉA FERRAZ SAMPAIO**

Monografia apresentada ao  
Departamento de Direito da Pontifícia  
Universidade Católica do Rio de  
Janeiro (PUC-Rio) como requisito  
parcial para a obtenção de título de  
Bacharel em Direito.

Orientador(a): NORMA PARENTE

**2011.1**

Aos meus pais, por tamanha dedicação na minha formação e por me ensinarem a dar valor às coisas realmente importantes da vida, com todo meu amor.

## **Agradecimentos**

À minha família, por me darem todo conforto e afeto do mundo.

Aos meus queridos amigos, pelo companheirismo e pelos momentos de diversão.

A todos os meus colegas de escritório pela especial contribuição na minha formação pessoal e profissional.

Ao Marcus, pelos valiosos comentários e por despertar em mim o interesse pelo tema, e à Daniella, por toda a paciência e compreensão sempre que mais precisei.

À minha orientadora, Norma Parente, pela atenção e oportunidade de aprendizado concedidas.

Obrigada.

## **Resumo**

O presente trabalho busca demonstrar a importância de se determinar a natureza dos institutos jurídicos, especialmente quanto aos fundos de investimento, demonstrando quais as normas aplicáveis a estes institutos. Qualquer decisão de qualificar um instituto deve se fundamentar na análise das suas principais características, não apenas doutrinárias como práticas. Neste contexto, fundos de investimento são um veículo altamente utilizado no mercado de capitais brasileiro e no mundo, e com cada vez maior divulgação, o que torna imprescindível um maior estudo sobre a sua natureza e as regras aplicáveis a todos aqueles envolvidos no seu funcionamento e operação. Serão abordadas, principalmente, as correntes que defendem a teoria condominial e a teoria da organização associativa, utilizando as especificidades do fundo de investimento em participações como principal exemplo desta segunda. Verificar-se-á, portanto, sob a perspectiva do desenvolvimento do mercado de capitais, que os benefícios de definir as normas que regulam este instituto atingem, de maneira benéfica, a todos os participantes, trazendo ainda mais segurança jurídica.

Palavras Chave: Fundos de investimento. Mercado de capitais. Teoria condominial. Teoria da organização associativa. Fundos de investimento em participações. Sociedade. Condomínio.

## **Abstract**

This paper aims to portray the importance of determining the nature of legal institutes, in this case investment funds, demonstrating which rules and norms are applicable to such institute. Any and all decision to define an institution must be based on the analysis of its main characteristics, not only from the doctrine point of view but also practical. In this sense, investment funds are a highly used vehicle in the Brazilian and worldwide capital market, and with ever greater disclosure, which makes an indispensable largest study of its nature and the rules applicable to all those involved in its functioning and operation. The condominium theory and the corporate theory shall be mainly analyzed, using the peculiarities of the private equity funds as main example of the second theory. In view of those aspects, it will be shown that under the perspective of the capital market development, that the benefits of defining the rules that regulate this institute reach, in a positive manner, all participants, providing even more legal certainty.

**Key Words:** Investment funds. Capital market. Condominium theory. Corporate theory. Private equity. Company. Condominium.

# **Sumário**

## **Introdução**

### **Capítulo 1. Os Fundos de Investimento**

- 1.1 Conceito
- 1.2 Histórico
- 1.3 Regime legal
- 1.4 Regulação da CVM
- 1.5 Cenário econômico atual
- 1.6 Direito comparado

### **Capítulo 2. Divergência sobre a Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**

- 2.1 Divergência doutrinária
- 2.2 Teoria condominial
- 2.3 Teoria da comunidade de bens não condominial
- 2.4 Teoria da propriedade em mão comum
- 2.5 Teoria da propriedade fiduciária
- 2.6 Teoria da organização associativa

### **Capítulo 3. Das Especificidades do FIP**

- 3.1 Conceito
- 3.2 Histórico
- 3.3 Natureza jurídica do FIP
- 3.4 Direito comparado

## **Conclusão**

## **Bibliografia**

## **Lista de siglas e abreviações**

Lei das S.A. – Lei nº 6.404 de dezembro de 1976, conforme alterada

Lei nº 8.668/93 - Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, conforme alterada

Instrução CVM 409 – Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, conforme alterada

Instrução CVM 391 – Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003, conforme alterada

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

BACEN – Banco Central do Brasil

FIP – Fundo de Investimento em Participações

FII – Fundo de Investimento Imobiliário

FMIEE - Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes

FIDC - Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

§ - Parágrafo

## Introdução

Fundos de investimento são considerados a instituição social que adquiriu maior relevância para a economia brasileira nas últimas décadas, o que gerou uma necessidade de dedicar maior atenção ao seu estudo<sup>1</sup>. Afirmção esta defendida também por Ricardo de Santos Freitas:

Podemos ousar dizer que se alguém se arriscar a indicar uma instituição que, pela sua influência, dinamismo e poder de transformação sirva de elemento definidor das últimas duas décadas, terá também escolha indubitável: o fundo.<sup>2</sup>

Apesar de não possuírem personalidade jurídica, fundos de investimento possuem patrimônio próprio e capacidade processual: “A doutrina brasileira é unânime em admitir que os Fundos constituem um patrimônio afetado a uma finalidade específica, que, embora não tenha personalidade jurídica, tem capacidade de direito substantivo e adjetivo”<sup>3</sup>. Dada a expressiva relevância dos fundos de investimento no cenário econômico mundial<sup>4</sup>, torna-se imprescindível definir o tratamento jurídico conferido a este instituto.

Fundos de investimento são uma realidade entre nós, e podem ser definidos como uma das modalidades de “instrumentos de investimento coletivo visando à diversificação de riscos”<sup>5</sup>. Em seu artigo 2º, a Instrução CVM 409<sup>6</sup> mais precisamente os define como “uma comunhão de recursos,

---

<sup>1</sup> FREITAS, Ricardo S. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 31.

<sup>2</sup> Ibid. p. 23.

<sup>3</sup> WALD, Arnaldo. Da natureza jurídica do fundo imobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, vol. 80, out./dez. 1990, p. 22.

<sup>4</sup> BORGES, Florinda F. Os fundos de investimento. Reflexões sobre a sua natureza jurídica. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito Societário Contemporâneo I*, São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 42.

<sup>5</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 76.

<sup>6</sup> A Instrução CVM 409 dispõe, de maneira abrangente, sobre a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações de diversas modalidades de fundos de investimentos, cabendo a outras instruções e normas da CVM dispor sobre os procedimentos específicos aplicáveis a cada tipo de fundo.

constituída sob a forma de condomínio, destinada à aplicação em ativos financeiros”.

Trata-se de uma verdadeira pessoa jurídica, um ente dotado de direitos e obrigações - com estatuto social específico e cadastro perante a Receita Federal do Brasil, mas carente de organização jurídica própria.

Resta claro que a regulação dos fundos de investimento possui extrema relevância na conjuntura econômica do país, e deve ser promovida de forma a gerar segurança jurídica aos empreendedores, investidores e demais participantes do mercado de capitais brasileiro.

Desta forma, já é tempo da ciência jurídica, escassa a respeito do tema, trazer a tona discussões críticas dos aspectos jurídicos que envolvem os fundos, sua regulamentação, respectiva interpretação e efeitos, conferindo assim importância merecida no mundo jurídico.

Torna-se imprescindível chegar a uma conclusão sobre a natureza jurídica do instituto, “não sem desconhecer as dificuldades que um estudo dessa classe implica”<sup>7</sup>, para que seja possível individualizar, de forma precisa, a relação jurídica existente entre o fundo e seus investidores, e a disciplina jurídica aplicável, tendo em vista que os instrumentos jurídicos apropriados e a tutela dos direitos dos investidores variam de acordo com o tipo de relação jurídica e a natureza destes direitos.

Apesar da interpretação literal feita pelo agente regulador, a natureza jurídica de fundos de investimentos ainda é constante objeto de análise e discussão pela doutrina e pela própria CVM. Enquanto alguns o consideram

---

<sup>7</sup> ALONSO, Félix Ruiz. Os fundos de investimento. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, vol. 1, 1971, p. 66.

um condomínio, muitos vêm nos fundos de investimento uma verdadeira formação societária.

Neste contexto, o escopo do presente trabalho é, portanto, analisar as diversas posições doutrinárias e jurisprudenciais a respeito da natureza jurídica do tema, para que se possa chegar à conclusão de qual o melhor caminho a ser tomado no sentido de preservar a natureza dos fundos de investimento e, ao mesmo tempo, fornecer a segurança jurídica essencial ao desenvolvimento econômico do mercado de capitais no Brasil.

A conclusão pretendida neste trabalho não será facilmente alcançada, conforme lição do jurista Miguel Reale:

“(...) o trabalho do intérprete, longe de reduzir-se a uma passiva adaptação a um texto, representa um trabalho construtivo de natureza axiológica, não só por se ter de captar o significado do preceito, correlacionando-o com outros da lei, mas também porque se deve ter presentes os da mesma espécie existentes em outras leis: a sistemática jurídica, além de ser lógico-formal, como se sustentava antes, é também axiológica ou valorativa.”<sup>8</sup>

Com base na lógica hermenêutica acima, serão abordadas duas correntes majoritárias sobre a natureza do instituto ora em análise - de que os fundos de investimento seriam condomínios ou então sociedades - sempre apontado as principais diferenças entre os institutos da sociedade e do condomínio. Seja na doutrina pátria ou no direito comparado, os estudos existentes sobre o tema ainda não foram suficientes para pacificar a questão.

A ausência de estudos e respostas sobre o tema ora em tela é de extrema gravidade principalmente para o pequeno investidor, aquele que tem menos recursos e menos acesso às informações do mercado<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> REALE, Miguel. *Lições preliminares de direito*. São Paulo: Saraiva, 1983, pg. 287.

<sup>9</sup> Cabe ressaltar que já existem alguns estudos sobre o tema em análise, no entanto, a doutrina diverge e a matéria ainda não foi pacificada.

Sem uma definição concreta da natureza do instituto dos fundos de investimento, os operadores do direito e os participantes do mercado – incluindo o próprio investidor – ficam na incerteza sobre as normas aplicáveis às suas relações, estando sujeitos a uma lacuna do direito. A conclusão almejada implica no enfrentamento de diferentes institutos e efeitos jurídicos, resultando em relevantes consequências jurídicas e de ordem prática.

Neste momento, cabe delimitar o objeto deste estudo. Destarte a definição apresentada acima, o Direito pátrio prevê a existência de fundos tanto nas áreas comerciais e financeira, como na esfera da administração pública. Em seu sentido mais amplo, nas palavras de WALD, fundos no geral podem ser definidos como:

Um patrimônio com destino específico, abrangendo elementos ativos e passivos vinculados a um certo regime, que os une, mediante a afetação dos bens a determinadas finalidades, que justifique a adoção de um regime jurídico próprio.<sup>10</sup>

Não podemos confundir o escopo deste estudo com outras modalidades de fundo, entre elas fundos de pensão e fundo de garantia, sob pena de que os argumentos e conclusões alcançados não possam ser generalizados<sup>11</sup> para englobar os demais tipos de fundos. Nem tampouco com outras forma de investimento coletivo em geral, como por exemplo sociedades de investimento e clubes de investimento. Tais institutos poderão ser utilizados somente como forma de esclarecer as comparações realizadas e elucidar os argumentos levantados.

Diante deste esclarecimento, o objetivo deste trabalho pode ser delimitado ao estudo e análise dos fundos de investimento previstos no

---

<sup>10</sup> WALD, Arnoldo. Op. cit., p. 15.

<sup>11</sup> Conforme GUEDES, Vinícius M. Sociedade e comunhão – Os fundos de investimento. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito Societário Contemporâneo I*, São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 70.

artigo 50 da Lei nº 4.728/1965<sup>12</sup>, conforme regulamentação prevista na Instrução CVM 409, para desta forma tentar alcançar uma solução para a controvérsia sobre qual seria a natureza jurídica deste instituto.

Também não serão abordadas de forma específica as principais características das diversas modalidades de fundos de investimento existentes atualmente, somente de forma a contribuir, sempre que necessário, para a elucidação dos argumentos formulados por cada corrente existente sobre o tema.

Para a análise do tema em questão, o Capítulo 1 dedica-se a expor os principais conceitos presentes na doutrina e na legislação sobre fundos de investimento, apresentar um breve resumo histórico do tratamento dado pelo ordenamento jurídico brasileiro a este instituto, fazendo breve referência aos diferentes tipos de fundos existentes, bem como fazer uma exposição do regime legal aplicável no Direito pátrio e no direito comparado.

No Capítulo 2 far-se-á uma exposição sobre a divergência doutrinária acerca da definição da natureza jurídica dos fundos de investimento, abordando as principais correntes que cercam a questão, em especial a corrente majoritária, que defende a teoria condominial.

Finalmente, no Capítulo 3, será demonstrado como alguns tipos de fundos de investimento podem ser apontados como exceções às principais correntes defendidas, especialmente em relação ao FIP e suas características principais.

---

<sup>12</sup> 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.

O estudo será realizado por meio da análise da doutrina existente sobre o tema, bem como por meio de um breve estudo comparado, do histórico do instituto e análise de precedentes da jurisprudência dos tribunais e da CVM sobre o tema.

O objetivo final deste trabalho é, portanto, definir as normas jurídicas aplicáveis ao instituto ora sob análise. Se os fundos de investimento são condomínios, caberá recorrer ao Código Civil, na parte que versa sobre condomínio civil geral. Se, ao contrário, os fundos de investimento são sociedades, as lacunas existentes nas normas próprias poderão ser preenchidas a partir de uma aplicação subsidiária das normas do direito societário, em especial a Lei das S.A.

# 1. Os fundos de investimento

## 1.1. Conceito

Fundos de investimento são uma realidade entre nós, conforme afirma Félix Ruiz Alonso, que fornece ainda uma análise detalhada sobre as principais características dos fundos de investimento:

A maneira prática, comercialmente falando, de conseguir maior segurança, rentabilidade e liquidez, consiste como tantas outras vezes em somar esforços e distribuir os riscos. Somar esforços significa serem várias, ou muitas, as pessoas que realizam investimentos. Distribuir os riscos da baixa rentabilidade de determinadas ações, exige investir não apenas numa empresa, mas em várias, de maneira que o alto resultado de algumas, compense o baixo fruto de outras, atingindo-se assim, um resultado médio satisfatório e uma segurança, sem dúvida, também maior<sup>1</sup>.

Investir pressupõe a assunção de riscos pelo agente econômico. No entanto, verificou-se que uma maior segurança pode ser alcançada quando os investimentos são diversificados, pois a probabilidade de desvalorização de um investimento realizado por um único canal é muito maior do que aquele efetivado por muitos. Soma-se a isto a vantagem da contratação de um agente especializado, de uma gestão segura, que se dedique profissionalmente ao rendimento da carteira.

Neste aspecto reside o expressivo avanço de fundos de investimento como instrumentos de investimento coletivo, possibilitando que investidores de pequeno porte, usualmente não familiarizados com o mercado financeiro, alcancem rentabilidade e liquidez similares a de grandes investidores.

O fundo de investimento, segundo EIZIRIK “constitui um dos mais notáveis e democráticos instrumentos de alocação da poupança dos

---

<sup>1</sup> ALONSO, Félix Ruiz. Op. cit., p. 62.

investidores”<sup>2</sup>, ao permitir aplicações de pequeno volume e proporcionar uma administração especializada. Desta maneira, somam-se esforços e mitigam-se os riscos.

Fundos de investimento, conforme ressalta QUIROGA, podem ser considerados como um instrumento que permite que as pessoas façam aplicações de forma indireta e coletiva, pois as inversões financeiras se farão mediante a comunhão de recursos de diversas pessoas<sup>3</sup>.

Definição semelhante é adotada em Portugal, onde fundos de investimento “correspondem a uma actividade de intermediação financeira que facilita a intersecção entre a procura e a oferta de capital. (...) A criação de fundos de investimento tem em vista a subtracção de recursos económicos ao consumo imediato e a sua destinação à produção de nova riqueza.”<sup>4</sup>

Muito antes dos autores mencionados acima, Pontes de Miranda já fazia referencia à definição de fundos de investimentos em seu Tratado de Direito Privado<sup>5</sup>.

Fundos possuem elevada importância na medida em que estimulam a poupança privada e democratizam a perspectiva de pequenos investidores

---

<sup>2</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit., p. 77.

<sup>3</sup> MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª Ed. São Paulo: Dialética, 1999, p. 244.

<sup>4</sup> TOMÉ, Maria João Romão Carreiro Vaz. *Fundos de Investimento Mobiliários Abertos*. Coimbra: Almedina, 1997, p. 11, IN FREITAS, Ricardo S. Op. cit.

<sup>5</sup> Cf. PONTES DE MIRANDA, Francisco C. *Tratado de direito privado*. Rio de Janeiro: Borsoi, 1971. p. 308. Tomo II. "As referências a fundos em conta de participação e a fundos em condomínio mostra que se supõem fundos de investimento, em que os donos não concluíram sociedade entre si e apenas entravam em relação jurídica com a sociedade de investimento, como participantes de conta, ou, como proprietários de fundo, outorgaram poderes à sociedade de investimento, para as operações necessárias e úteis, sem que lhes altere a posição jurídica de impropriedade. A referência, entende-se, não afasta a possível fiduciariade, em que os fiduciários outorguem a transmissão fiduciária, em comum, ou cada um de per si, a despeito de ser uno o fundo fiduciário."

de obterem rendimentos acima do que poderiam auferir em outras modalidades de aplicações financeiras<sup>6</sup>.

Cabe ressaltar por fim, que, durante este estudo, encontra-se sob discussão e análise, em audiência pública na CVM, uma proposta de alteração da Instrução CVM 409<sup>7</sup>, que dispõe sobre a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento<sup>8</sup>. A revisão da referida norma faz parte do esforço da CVM de aperfeiçoar a regulação, e é decorrente do processo natural de evolução do mercado brasileiro de fundos de investimento.

## 1.2. Histórico

Ao longo das últimas décadas, países com sistemas financeiros desenvolvidos criaram diferentes instrumentos de investimento coletivo visando a diversificar os riscos, com destaque para os fundos de investimento<sup>9</sup>.

---

<sup>6</sup> PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. *Aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos administradores de fundos de investimento*. Revista de Direito do Consumidor. V. 61, 2007.

<sup>7</sup> Conforme Comunicado ao Mercado divulgado no site <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em 10/04/2011.

<sup>8</sup> Os principais objetivos da proposta de reforma da Instrução são:

i. introduzir um informe padronizado sobre rentabilidade, taxas e despesas, chamado Demonstração de Desempenho, a ser enviado aos cotistas de fundos não destinados exclusivamente a investidores qualificados até o último dia útil de fevereiro de cada ano (art. 68 e anexo IV); ii. padronizar as informações contidas na Lâmina de Informações Essenciais e tornar sua entrega obrigatória antes da venda de cotas de fundos de investimento abertos não destinados exclusivamente a investidores qualificados (arts. 40-A a 40-C e anexo III); iii. inserir regras mais prescritivas sobre os mecanismos de monitoramento dos níveis de liquidez das carteiras dos fundos de investimento, bem como assegurar a permanente adequação da liquidez da carteira de um fundo às regras de resgate constantes do seu regulamento (art. 65 - B); iv. introduzir na regulamentação de fundos de investimento certos princípios aplicáveis à prestação de informações estabelecidos em outros normativos da CVM (arts. 38-A a 38-H), em especial, adotar os padrões aplicáveis a material publicitário de ofertas públicas disciplinados pela Instrução nº 400, de 29 de dezembro de 2003, ao material de divulgação de fundos de investimento (arts. 73 e 79 - A); e v. permitir que o regulamento do fundo preveja que o gestor da carteira (e não somente o administrador do fundo) exerça o direito de voto relativo aos ativos do fundo (arts. 40, 56 e 71).

<sup>9</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit., p. 76.

Um dos primeiros veículos que se tem conhecimento, que adotou a estrutura de um fundo de investimento, ocorreu na Inglaterra no século XIX: os *investment trusts*. Os *investment trusts* ingleses foram inéditos ao utilizar o conceito de colocação coletiva de capitais com o objetivo comum de multiplicação dos recursos investidos, chegando a ser considerado por alguns autores como o ‘berço dos fundos de investimentos’<sup>10</sup>.

A doutrina norte-americana aponta como a primeira sociedade de investimentos em seu país o *Massachussets Hospital Life Insurance Company*, em 1823.

No século XX, após a primeira guerra mundial, os *investment trusts* passaram por um expressivo desenvolvimento nos Estados Unidos, devido principalmente pela política de expansão do país. Por este motivo, o congresso americano editou o *Investment Company Act of 1940*, como uma resposta ao crescimento desregulado do setor.

O *Investment Company Act* estabeleceu métodos eficientes de controle – aumentando a qualidade dos investimentos – e delegou à *Securities and Exchange Comission* (SEC) o papel de entidade reguladora do mercado de capitais norte-americano, papel este adotado no Brasil pela CVM.

No Brasil, de acordo com um estudo inédito de Peter Walter Ashton, a primeira experiência brasileira relevante, e marco histórico do setor, foi o do Fundo de Investimentos Crescinco, constituído em São Paulo em 18 de janeiro de 1957, pela companhia financeira americana *Basic Economy Corporation*. O Fundo Crescinco introduzia no nosso ordenamento o

---

<sup>10</sup> “Outros autores, como Leland Robinson, Rosset e Joubert, indicam a Escócia como berço da instituição, não obstante não fixem com exatidão a data de fundação do primeiro investment trust, entre 1830 e 1860.” BARRETO FILHO. *O regime jurídico das sociedades de investimento*. São Paulo: Max Limonad, 1956, p. 86.

conceito de *management company*, pois sua administração se dava por meio de uma companhia brasileira subsidiária da norte-americana<sup>11</sup>.

### 1.3. Regime legal

Os fundos de investimento foram indiretamente instituídos no Brasil por meio da Portaria nº 309/1959<sup>12</sup>, do Ministério da Fazenda, que regulava a constituição, funcionamento e atribuições de sociedades de crédito, financiamento e investimento, autorizando a constituição de fundos em conta de participação ou em condomínio, em que se permitiu às Companhias de Crédito e Financiamento "a constituição de fundos em condomínio". O artigo II desta Portaria determinava que as sociedades mencionadas acima fossem organizadas sobre a forma de sociedades anônimas.

Oficialmente, o instituto dos fundos de investimento foi introduzido no nosso ordenamento jurídico por meio da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, a chamada Lei do Mercado de Capitais, editada para regular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Entretanto, o fenômeno de expansão dos fundos de investimentos somente teve seu início no ano de 1969, com a criação de aproximadamente cem fundos de investimentos sob a forma de condomínios.

Inicialmente, fundos de investimento eram regulamentados pela Superintendência de Moeda e Crédito (SUMOC), passando então, a partir de 1964, a serem regulamentados pelo BACEN, e, mais recentemente, pela CVM.

---

<sup>11</sup> ASHTON, Peter Walter. *Companhias de Investimento*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1963, p. 40 e ss.

<sup>12</sup> Referida Portaria assim esclarecia: "Considerando que às sociedades de crédito, financiamento ou investimentos cabe relevante papel complementar na dinamização do processo de desenvolvimento econômico do país; (...) Considerando que a situação atual do mercado financeiro impõe criar condições para a segura implantação do crédito a prazo médio e desenvolvimento do mercado de capitais a longo prazo"

Com a evolução do mercado de capitais brasileiro, foi editada a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que criou a CVM, e delegou a esta autarquia competência para regular o funcionamento do mercado de capitais brasileiro.

Tendo em vista que, através da edição da Lei nº 10.303/01 (que alterou a Lei nº 6.385/76), quotas de fundo de investimento passaram a ser considerados valores mobiliários, passando, portanto, a estarem sujeitos à fiscalização exclusiva pela CVM.

Desta forma, a CVM editou a Instrução CVM 409, que dispõe sobre a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento, fornecendo normas gerais sobre a regulamentação de diversas modalidades de fundos.

Além da Instrução CVM 409, a CVM editou também instruções específicas para as demais modalidades de fundos, que possuem características específicas, e não se enquadram na regra geral (tais como a Instrução CVM 391/03 que regula a atividade dos FIP, Instrução CVM 472/08 que regula a atividade dos FII e Instrução CVM356/01 que regula a atividade dos FIDC, dentre outras).

Atualmente, restou ao BACEN a competência para autorizar o funcionamento das chamadas “sociedade de investimento” e fiscalizar os

fundos de investimento por elas administrados<sup>13</sup>, caracterizando uma dualidade de jurisdição e integração com a CVM<sup>14</sup>.

Os desdobramentos decorrentes dessas normas objetivam atender aos seguintes princípios norteadores dessa matéria, a saber: mobilização da poupança nacional, proteção da economia popular e da poupança nacional, proteção da estabilidade da entidade financeira, proteção do sigilo bancário e proteção da transparência de informações<sup>15</sup>.

#### 1.4. Regulação da CVM

Por meio da edição da Lei nº 6.385/1976, o legislador optou por distribuir a competência normativa e fiscalizadora exercida sobre o mercado entre duas entidades<sup>16</sup>, cabendo ao BACEN a disciplina do sistema financeiro bancário, monetário e creditício, e à CVM, especificamente, a disciplina do mercado de valores mobiliários<sup>17</sup>, conservando o Conselho Monetário Nacional (CMN) o papel de órgão superior<sup>18</sup>.

A CVM, entidade criada por meio da Lei nº 6.385/1976, constitui uma autarquia federal, isto é, pessoa jurídica de direito público integrante

<sup>13</sup> Art. 49, Lei nº 4.728/65. Depende de prévia autorização do Banco Central o funcionamento das sociedades de investimento que tenham por objeto: (...) II - a administração de fundos em condomínio ou de terceiros, para aplicação nos termos do inciso anterior. § 1º Compete ao Conselho Monetário Nacional fixar as normas a serem observadas pelas sociedades referidas neste artigo, e relativas a: (...) c) condições de reembolso ou aquisição de suas ações pelas sociedades de investimento, ou de resgate das quotas de participação do fundo em condomínio; (...).

<sup>14</sup> Em 2002 foi firmado convênio entre a CVM e o BACEN onde ambas as autarquias fixaram detalhadamente diversas regras operacionais visando à adequação de seus respectivos papéis no mercado financeiro e de capitais, e consequentemente em relação à fiscalização dos fundos de investimentos.

<sup>15</sup> Conforme MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Os Princípios Informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*, in MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.), *Aspectos Atuais do direito do Mercado financeiro e de capitais*, São Paulo, Dialética, 1999, pp. 263-270.

<sup>16</sup> Ressalte-se que houve grande confusão normativa no período em que perdurou a duplicidade de órgãos, considerando que os fundos de investimento regulados pelo BACEN possuíam características consideravelmente distintas daqueles sob a competência da CVM.

<sup>17</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit.. p. 243.

<sup>18</sup> O CMN possui a função de ditar as políticas a serem observadas nos dois mercados, cabendo portanto à CVM a disciplina, fiscalização e a sanção no âmbito do mercado de valores mobiliários e continuando o BACEN com as mesmas funções sobre o mercado financeiro.

da administração indireta, de regime especial, e vinculada ao Ministério da Fazenda<sup>19</sup>.

A CVM é dotada de personalidade jurídica e patrimônio próprios, sendo autoridade administrativa independente e sem subordinação hierárquica, com mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, bem como autonomia financeira e orçamentária (conforme previstas na Lei nº 10.411 de 26/02/2002).

Compete à CVM o poder de regular as matérias expressamente previstas na Lei das S.A., bem como função de fiscalizar a regulamentar<sup>20</sup>, atuando sempre dentro dos limites legais, o funcionamento do mercado de valores mobiliários, conforme previsto no artigo 8º da Lei nº 6.385/1976:

Art . 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

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

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

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

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

---

<sup>19</sup> Art. 5º “É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.”

<sup>20</sup> Tendo em vista que foi atribuída à CVM a competência regulatória sobre o mercado de capitais, o BACEN não pode nem mais revogar qualquer normativo relacionado a fundos de investimentos, mesmo que editados por ele, pois tal poder foi agora atribuído de maneira exclusiva à CVM.

A CVM, como ente da administração pública, tem sua atuação limitada pelos preceitos legais. O conceito de valor mobiliário é, portanto, o limitador da competência de atuação da CVM<sup>21</sup>.

Citam-se ainda alguns trechos da seguinte decisão proferida pelo colegiado da referida autarquia<sup>22</sup>, diante de consulta acerca das distribuições públicas no contexto dos fundos de investimento em geral, e que será importante para a compreensão da atuação fiscalizadora da CVM sobre os fundos de investimento, conforme se pretende expor:

O "registro" dos fundos de investimento perante a CVM percorreu um longo histórico em que se constata a existência de duas grandes modalidades de registro: o "registro de funcionamento" do fundo, próximo de um "registro constitutivo", mas que legalmente não tem esse efeito, e o "registro de distribuição de cotas", destinado a permitir que a colocação das cotas dos fundos seja feita com apelo público à poupança dos investidores. (...) a constituição de condomínios sobre valores mobiliários (ressalvada a situação legal específica dos FII) não depende de registro na CVM; sem prejuízo disto, a CVM disciplina a constituição de tais condomínios (do ponto de vista do conteúdo dos documentos de constituição e da publicidade a eles imposta), quando organizados sob a forma de fundos de investimento, visando à regulação mais adequada (e obrigatória) da subsequente distribuição pública de cotas dos fundos; (...) Quando se trata de fundos de investimento, com maior razão, a distribuição pública é o que legitima a intervenção da CVM, dado que, como visto, salvo no que se refere aos Fundos Imobiliários, não há norma legal que determine a possibilidade de a CVM conceder registros ou autorizações que produzam qualquer efeito jurídico, se não houver distribuição pública. (...) Não parece possível, assim, do ponto de vista legal, que a CVM conceda registro a qualquer fundo de investimento em que o administrador pretenda colocar suas cotas exclusivamente de modo privado. Em tais casos, se estará diante de um condomínio não regulado pela CVM, segundo a legislação em vigor. Somente a edição de uma lei que atribuísse competência à CVM para criar um registro de fundos, independentemente de sua distribuição pública, daria poderes à autarquia para tanto. Por estas razões, embora nada impeça que o administrador deixe de realizar esforço de venda de cotas de fundo registrado na CVM, o registro deve ser examinado e concedido como se tal esforço fosse realizado.

Muito embora haja certa alternância de significado da expressão “fundo de investimento” durante a referida argumentação, cumpre

---

<sup>21</sup> Deparamo-nos com o problema da definição de conceito de valor mobiliário, longe de estar pacificado pela doutrina e pelos órgãos reguladores, o que dificulta a delimitação exata da atuação da CVM, sendo objeto constante de análise pelo colegiado daquela autarquia, bem como por demais estudos sobre o tema.

<sup>22</sup> Processo CVM RJ 2005/2345.

menção que diante da tese demonstrada, os fundos de investimento só podem ser considerados como tal após tal “registro de funcionamento” expedido pela CVM.

Por outro lado, o BACEN possui as atribuições comuns a bancos centrais, como a emissão da moeda, funcionar como prestador de último recurso para os bancos, formular e implementar a política monetária, dentre outros<sup>23</sup>. No aspecto mais ligado aos fundos de investimento, é responsável também por supervisionar as instituições financeiras do país, em especial aquelas que captam recursos de terceiros.

A competência para regular, fiscalizar e aplicar medidas coercitivas no âmbito do mercado de capitais encontra-se no entanto nas mãos da CVM, ainda que parte da regulamentação aplicável esteja baseada em normativos expedidos pelo BACEN.

### **1.5. Cenário econômico atual**

A partir de 2006, a estabilização monetária e melhoria dos fundamentos macroeconômicos do país, além da diminuição da percepção de risco e diversificação das oportunidades de investimento, fez com que a economia brasileira se beneficiasse de um aumento de liquidez nos investimentos do mercado financeiro e de capitais, oriundos tanto da poupança interna como externa<sup>24</sup>.

Os fundos de investimento vêm desempenhando papel relevante no desenvolvimento e aperfeiçoamento dos mecanismos de captação de

---

<sup>23</sup> PINHEIRO, Armando Castelar; SAADI, Jairo. *Direito, Economia e Mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 467.

<sup>24</sup> HADDAD, Gustavo Lian; VIDIGAL, Carolina Santos. *Questões relacionadas ao regime tributário dos fundos de investimento em participações (“FIP”) aplicável a investidores não residentes*. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *O Direito Tributário e o Mercado Financeiro e de Capitais*, São Paulo: Dialética, 2009, p.162.

recursos. Nas últimas quatro décadas, presenciamos um crescimento como nunca antes de instrumentos de investimento coletivo em diversos países, com destaque para fundos de pensão e fundos de investimento<sup>25</sup>.

No Brasil tivemos em 2010 a posição consolidada de R\$ 193.670.211.133,93 de volume total de investimentos em ofertas primárias e secundárias, das quais aproximadamente R\$ 23 bilhões foram de quotas de fundos de investimento<sup>26</sup>. Destes, somente os FII correspondem por R\$ 9.780.785.694,29.

## 1.6. Direito comparado

Investimentos coletivos podem assumir diversas formas, de acordo com a cultura jurídica do local onde se desenvolvem, podendo assumir a forma de sociedades de investimentos, *investment trusts* ou, como ocorre no Brasil, fundos de investimento.

Na doutrina estrangeira, as discussões sobre a natureza jurídica de fundos de investimento, ou até mesmo sobre a melhor estrutura a ser adotada, surgiram praticamente concomitantemente com seu surgimento<sup>27</sup>. Assim como no direito brasileiro, o tema está longe de ser pacífico, sendo ainda hoje objeto de amplo debate.

Conforme observou COMPARATO, “as perplexidades que gera a análise da natureza dos fundos de investimento em sistemas como o nosso, provêm de que a instituição é originária de países de common law e fundada na técnica do trust.”<sup>28</sup>

---

<sup>25</sup> FREITAS, Ricardo S. Op. cit., p. 33.

<sup>26</sup> Conforme informação divulgada pela CVM, no site < <http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em 30 de maio de 2011.

<sup>27</sup> FREITAS, Ricardo S. Op. cit., p. 139.

<sup>28</sup> COMPARATO, Fabio Konder. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983, p. 122.

O trecho abaixo destaca a dificuldade encontrada em classificar institutos tão distintos oriundos da *common law* e da *Civil Law*:

Finally, from a global perspective, the prevailing cross-border taxonomy does not comfortably accommodate both common law and civil law traditions. We are referring to the current practice of classifying a mutual fund structural model as either corporate or contractual, with the trustee mutual fund being assigned to the contractual classification.<sup>5</sup> The two-part classification, as we shall see, may make some sense from the civil law perspective, but from the common law perspective, it is not helpful, particularly when it comes to sorting out the rights, duties, and obligations of the parties. (...)One reason why the two-part classification is confusing is that the purchaser of a participation in a trustee mutual fund operating in a common law jurisdiction has an equitable or beneficial property interest in the fund itself, and perhaps even some interest in the underlying property. Thus, the investor is much more than just a party to a contract with the fund trustees; he or she is a trust beneficiary. (...)Unfortunately, the common law and the civil law regimes do not share a common understanding of what an agency or a trust is or what it means to be a fiduciary. Thus, we have been forced by the methodology to venture into the poorly charted waters of civil law fiduciary analogs. The methodology has a common law flavor to it in that we do not assume that things are what they appear to be. A corporation, for example, may actually be a trust in corporate clothing<sup>29</sup>.

Apesar do conceito dos instrumentos de fundos de investimento ter sido adaptado no Brasil de modelos norte-americanos, conceitos diferentes são adotados em diversos países com mercados financeiros desenvolvidos.

Nos Estados Unidos, operadores do direito e do mercado financeiro divergem sobre a melhor estrutura a ser adotada pelos FIP. Enquanto os norte-americanos defendem um modelo empresarial, onde “mutual funds in the United States (...) are organized pursuant to a corporate model<sup>30</sup>”, os europeus acreditam na eficiência de um modelo contratual: “two dominant types of mutual funds have arisen in the world: the corporate fund (the U.S.

---

<sup>29</sup> DEHIO, Andreas; ROUNDS JR., Charles E. *Publicly-traded open end mutual funds in common law and civil law jurisdictions: A comparison of legal structures*, in New York University Journal of Law and Business, n° 473, 2007, p.2. Disponível em: <[www.law.suffolk.edu/faculty/addinfo/rounds/RoundsFinal.pdf](http://www.law.suffolk.edu/faculty/addinfo/rounds/RoundsFinal.pdf)>. Acesso em 29 de abril de 2011.

<sup>30</sup> WARBURTON, A. Joseph. *Should mutual funds be corporations? A legal and econometric analysis*. In The Journal of Corporation Law. Vol. 33.3, 2008, p. 748. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1155243](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1155243)>. Acesso em 29 de abril de 2011.

model) and the contractual fund (the German, Japanese and British models).<sup>31</sup>”

Na Itália, o debate doutrinário sobre esta questão fomentou no final dos anos 60, quando surge o primeiro projeto de lei sobre a matéria. Como em todos os outros países, o principal motivo do debate foi possibilitar a individualização da relação jurídica existente entre o fundo e seus participantes, principalmente os investidores, tendo em vista que os instrumentos e a natureza da tutela dos investidores para o exercício de seus direitos variam de acordo com o tipo de relação jurídica e natureza dos direitos<sup>32</sup>.

Na Europa, prevalecem quatro correntes para identificar o enquadramento jurídico dos fundos de investimento: a propriedade fiduciária, a propriedade em mão comum, a co-propriedade e a organização associativa. Percebemos a semelhança das correntes defendidas em outros países com as adotadas no Brasil, sendo que todas as correntes mencionadas acima serão objeto de análise mais detalhada no presente estudo.

Note-se que a constituição de *investment trusts* sob a forma de *corporations* é mais comum nos Estados Unidos, enquanto na Inglaterra predominam os *contractual trusts*.

Já na Espanha e na Itália, predomina a teoria da organização associativa, não tendo sido adotado com sucesso o instituto do *trust*.

Assim como no direito pátrio, as discussões na doutrina comparada ressaltam as semelhanças e diferenças entre o modelo de fundos de

---

<sup>31</sup> WARBURTON, A. Joseph. Op. cit., p. 758.

<sup>32</sup> FREITAS, Ricardo S. Op. cit., p. 139.

investimento e demais institutos de conhecimento e aplicação no mundo jurídico, sem, no entanto, encontrar um denominador comum.

## **2. Divergência sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento**

### **2.1. Divergência doutrinária**

A respeito da interpretação da natureza jurídica de fundos de investimentos no Brasil, sempre prevaleceu, ao menos do ponto de vista do legislador, a teoria condominial.

Apesar do conceito de condomínio ser o entendimento do agente regulador, firmado por meio de normas e julgados, as reflexões sobre o tema persistem com o objetivo de aprimorar o seu regime. Conforme será demonstrado adiante, a doutrina aos poucos passa a levantar questionamentos a este entendimento consolidado.

### **2.2. Teoria condominial**

Os defensores da teoria ora abordada equiparam a figura de fundos de investimentos ao de uma propriedade detida em comunhão por uma pluralidade de titulares. Os quotistas do fundo seriam, portanto, coproprietários, ou condôminos deste.

O fato de fundos de investimento não possuírem personalidade jurídica não possui relevância para a presente análise. Isto porque esta questão não influencia sua natureza jurídica, pois, enquanto a personalidade jurídica está relacionada à capacidade de ser sujeito de direito e obrigações, ser ou não condomínio está relacionado à pluralidade de proprietários do fundo<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Conforme GUEDES, Vinícius M. Op. cit., p. 77.

A co-propriedade, ou o condomínio, é caracterizado como um direito real, e um instituto do Direito Civil. Importante frisar que o instituto aqui analisado será o do condomínio civil geral, e não o condomínio edilício, ou horizontal, da edificação regida pela Lei n.º 4.591/64.

O condomínio civil encontra-se regulado pelo Código Civil Brasileiro no Livro III “Do Direito das Coisas”, Título III “Da Propriedade”, no Capítulo VI. O artigo 1.314 do Código Civil estabelece que “Cada condômino pode usar da coisa conforme sua destinação, sobre ela exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão, reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse e alhear a respectiva parte ideal, ou gravá-la.”

O condomínio civil ocorre quando “um bem é titularizado por várias pessoas em relação à propriedade que é o direito real mais amplo<sup>2</sup>” ou ainda “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>3</sup>.” Simplificando, é a propriedade em comum.

O condomínio surge para enquadrar aquela situação em que o poder de disposição sobre a coisa está materializado simultaneamente em diversos sujeitos. O poder sobre a coisa é exercido em conjunto, possuindo cada titular o mesmo direito sobre o todo e sobre cada uma de suas partes, surgindo também uma recíproca limitação no exercício dos direitos concorrentes<sup>4</sup>.

Cabe neste momento uma ressalva, de que o condomínio não está relacionado apenas à propriedade de um bem, mas também quando duas ou

---

<sup>2</sup> MELO, Marco Aurélio Bezerra. *Direito das Coisas*. Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2007, p. 215.

<sup>3</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*, vol. III, 19ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 175.

<sup>4</sup> Conforme VIANA, Marco Aurelio S. *Comentários ao novo Código Civil, Dos Direitos Reais*, Vol. XVI. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 375.

mais pessoas possuírem direitos iguais sobre um bem. Importante notar também que os conceitos de comunhão<sup>5</sup> e condomínio não são sinônimos, sendo o primeiro descartado para o presente estudo.

Assim, apesar da pluralidade de titulares, o condomínio civil representa um direito real de domínio, conferindo a cada titular o uso, gozo e disposição de sua parte ideal. No entanto, a estrutura de fundos, conforme regulamentação da CVM, não permite que os quotistas sejam titulares do patrimônio detido pelo fundo, mas apenas de sua quota, que nada mais é do que representativa da fração ideal do fundo, divergindo, portanto, do tratamento dado ao condomínio civil.

Em 1970 Pontes de Miranda já fazia referência aos fundos de investimento como condomínios:

As referências a fundos em conta de participação e a fundos em condomínio mostra que se supõem fundos de investimento, em que os donos não concluíram sociedade entre si e apenas entravam em relação jurídica com a sociedade de investimento, como participantes de conta, ou, como proprietários de fundo, outorgaram poderes à sociedade de investimento, para as operações necessárias e úteis, sem que lhes altere a posição jurídica de impropriedade<sup>6</sup>.

Por meio das primeiras abordagens legislativas sobre o instituto de fundos de investimentos, através do Projeto de Lei nº 763, de 22 de setembro de 1964, e da Lei nº 857, de 8 de outubro de 1969, o legislador já deixa claro a posição adotada, sendo a favor da teoria condominial, ao dispor que “o fundo é patrimônio comum dos participantes” e que “os direitos e obrigações relativos à comunhão entre os participantes são disciplinados na presente lei e no regulamento do fundo comum.”

---

<sup>5</sup> Comunhão é a situação jurídica de concorrência de direitos iguais na mesma coisa, ao contrário do condomínio, que requer que a coisa indivisa tenha vários proprietários, simultânea e concorrentemente. A comunhão diz respeito ao aspecto subjetivo da relação de indivisibilidade, isto é, em relação aos titulares do direito, enquanto o condomínio guarda relação com o aspecto de comunhão da propriedade.

<sup>6</sup> PONTES DE MIRANDA, Francisco C. Op. cit., p. 308.

Tal posicionamento é verificado nos textos legais mais recentes, por meio da Lei nº 8.668/93<sup>7</sup>, que dispõe sobre a constituição e regime tributários dos FII, e por meio da definição de fundos de investimento na Instrução CVM 409<sup>8</sup>, onde o legislador optou por uma terminologia que utiliza a forma de condomínio.

O FII, segundo R. SZTAJN, parece ser condomínio do tipo germânico<sup>9</sup>, na modalidade condomínio consensual<sup>10</sup>, sendo muito utilizado pelos defensores da teoria condominial como exemplo perfeito de fundo de investimento em condomínio. Neste, a coisa pertence à coletividade, ou seja, ao fundo, e não aos condôminos individualmente, os quais têm apenas direito de uso e gozo em face da relação em que se encontram e não por serem titulares de direitos, individualmente, sobre a coisa<sup>11</sup>.

Assim, a tendência é reconhecer ao fundo a natureza condominial, mais pela aceitação terminológica do que prática em si.

Conforme mencionado acima, a CVM adota a teoria condominial, não só por meio do texto legislativo, mas também por meio de reincidentes decisões de seu colegiado, conforme trecho extraído de voto do ex-diretor da CVM Marcelo Trindade no PAS CVM RJ 2001/1857:

---

<sup>7</sup> Art. 1º Ficam instituídos Fundos de Investimento Imobiliário, sem personalidade jurídica, caracterizados pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários. Art. 2º O Fundo será constituído sob a forma de condomínio fechado, proibido o resgate de quotas, com prazo de duração determinado ou indeterminado.

<sup>8</sup> Art. 2º. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros, observadas as disposições desta Instrução.

<sup>9</sup> O condomínio de origem germânica entende que os proprietários não podem dispor da coisa. Nesta co-propriedade germânica não existem quotas, ou divisões ideais, das quais o co-proprietário pudesse dispor.

<sup>10</sup> Conforme esclarece ALONOS, Felix Ruiz: “Nem todos os agrupamentos de homens gozam de personalidade, juridicamente falando, embora, sejam sociedades sob o ponto-de-vista natural. O condomínio voluntário seria apenas uma sociedade natural ou agrupamento de pessoas movidas por um fim comum; mas não será, de forma alguma, sociedade comercial legalmente existente” In: Op. cit., p. 69.

<sup>11</sup> SZTAJN, Rachel. Quotas de fundos imobiliários – novo valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil*, nº 93, 1994, p. 17.

Os princípios que regem as sociedades e os fundos de investimentos são diversos, porque diversas são suas naturezas jurídicas. Enquanto as primeiras adquirem personalidade jurídica, com sua constituição válida, os fundos constituem-se no Brasil, em todas as suas modalidades, sob a forma de **comunhão condominial de recursos**, sem personalidade jurídica própria (art. 50 da Lei 4.728/65). (...) De toda maneira, essa equiparação de que fala o Prof. Comparato diz respeito à **finalidade** do veículo (fundo, sociedade, *trust*), mas naturalmente não é capaz de transformar sua **natureza jurídica**, e portanto sua disciplina legal: às sociedades por ações aplicam-se as regras dessa espécie de sociedade, tanto quanto às sociedades por quotas aplicam-se as regras próprias, mesmo que ambas exerçam a finalidade de uma *holding* de participações.

A mesma autarquia dispõe novamente, no PAS CVM RJ 2005/4825, que:

Assim, necessário se faz verificar qual a natureza jurídica do fundo de investimento imobiliário e a legislação aplicável para, só após a análise dessas regras, pensar em utilização da analogia. Nos termos da Lei 8.686/93, o fundo de investimento imobiliário é uma comunhão de recursos, sem personalidade jurídica, constituído sob a forma de condomínio fechado. Tem-se, assim, que os fundos de investimento imobiliários são condomínios e, portanto, gozam de disciplina própria, estabelecida no Código Civil.

Como se pode notar dos dois julgados transcritos acima, o entendimento da CVM sobre a natureza jurídica de fundos de investimento é pacificado: são inevitavelmente condomínios. Ademais, o Código Civil, na parte que dispõe sobre a comunhão, vem sendo citado como aplicação supletiva às lacunas eventualmente existentes na regulamentação de fundos, em detrimento do Livro de Empresa ou da Lei das S.A.

Os tribunais também fazem referência à natureza condominial dos fundos de investimento, por meio de diversos julgados<sup>12</sup>, incluindo a Apelação Cível 200271000361708:

Por isso, um fundo de investimento deve ser compreendido como algo bastante diferente de uma conta corrente. Nesta, sim, pode-se dizer que o correntista é

---

<sup>12</sup> Incluindo ainda TRF4, Apelação Civil 2003.70.00.044720-4/PR, Rel. Desª. Federal MARGA INGE BARTH TESSLER, 03 de junho de 2009.

proprietário da importância depositada. Nos fundos, o correntista detém somente uma parte (cota) de um condomínio<sup>13</sup>.

Assim como no condomínio, os quotistas de um fundo são coproprietários dos bens que integram o patrimônio do fundo, pois a cada quotista cabe a sua parte ideal, o que o torna titular desta parte e, junto com os demais quotistas, proprietários do todo<sup>14</sup>. Dessa forma, “os participantes são proprietários, de maneira imediata, das cotas ideais, e mediatamente são proprietários do acervo que corresponde àquelas cotas.<sup>15</sup>”

Quanto à estrutura de fundos de investimentos, nos deparamos com um regime de quotas ideais sobre a coisa, ou de partes ideais, e não um direito atinente a uma coisa fisicamente determinada. Os quotistas do fundo são proprietários de cada quota a qual subscreverem, e em condomínio coproprietários dos bens que integram o patrimônio do fundo. O direito de cada um dos quotistas envolve a quota, que pode ser convertido a um valor apreciável economicamente (geralmente expresso em uma cifra), não sendo permitido aos quotistas subscrever seu direito a uma parte determinada da coisa física.

A quota é um título representativo da fração ideal do patrimônio de um fundo de investimento, ofertada ao público e que confere ao seu titular o direito de participação no processo decisório do fundo, bem como o direito de auferir os rendimentos advindos da valorização dos ativos integrantes da carteira do fundo, entre outros<sup>16</sup>. A esta afirmação soma-se a definição de

---

<sup>13</sup> TRF4, AC 200271000361708, Rel. Des. Federal Carlos Eduardo Thompson Flores Lenz, 14 de novembro de 2005.

<sup>14</sup> Conforme leciona ALONSO, Félix Ruiz. Op. cit., p. 62.

<sup>15</sup> ALONSO, Félix Ruiz. Op. cit., p. 72.

<sup>16</sup> Entre os outros direitos conferidos aos quotistas podemos citar o direito de efetuar resgates, novas aplicações, eventuais transferências das quotas nos termos regulamentares, e igualmente o ônus de arcar com eventuais prejuízos que forem apurados pelo fundo.

quotas previstas nas diversas instruções da CVM sobre fundos de investimentos<sup>17</sup>, incluindo o artigo 10 da Instrução CVM 409:

Art. 10. As cotas do fundo **correspondem a frações ideais de seu patrimônio**, e serão escriturais e nominativas.

§ 1º As cotas do fundo **conferirão iguais direitos e obrigações aos cotistas**.

§ 2º 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, o horário de fechamento dos mercados em que o fundo atue. (*grifou-se*)

A receptividade da teoria condominial é mencionada por Arnaldo Wald, que defende que os fundos de investimento (tais como os FII) são titulares de direitos e obrigações, estando numa situação intermediária entre a personalidade jurídica própria e o condomínio civil, chegando a classificá-los como condomínios especiais:

Há evidências da existência de fundamento legal e entendimento administrativo consolidado, inclusive no Conselho Monetário Nacional, no Banco Central e na Comissão de Valores Mobiliários, no sentido de reconhecer a natureza jurídica do fundo como um condomínio de natureza especialíssima que tem patrimônio próprio, escrita, específica, auditoria nas suas contas, representação em juízo e administração por uma espécie de *trustee*. A propriedade dos bens pertence ao Fundo e as quotas é que são da propriedade dos condôminos<sup>18</sup>.

Dessa forma, para os adeptos desta teoria, os artigos 1.314 e seguintes do Código Civil seriam subsidiariamente aplicáveis ao instituto de fundos de investimento.

Outro adepto da teoria condominial para o enquadramento jurídico de fundos de investimentos é F. ALONSO, que em 1971 conclui que:

Os fundos, de fato, comportam-se como condomínios. Não produzem êles rendimentos a serem distribuídos no fim do exercício, nem sequer visam alcançar lucros numa seqüência de compra-vendas de títulos; coisas tôdas essas

---

<sup>17</sup> Não se deve confundir o conceito de quotas de fundos de investimento com ações. Apesar de ambas serem valores mobiliários, as primeiras são representativas de frações ideais do patrimônio de um fundo, enquanto as últimas são representativas de parte ideal do capital social de uma sociedade anônima.

<sup>18</sup> WALD, Arnaldo. Op. cit., p. 18.

próprias das sociedades. Os condomínios mobiliários reúnem uma massa de bens, e os comunheiros beneficiam-se automaticamente da valorização dessa massa. Há valorização imediata da cota, e não distribuição de lucros<sup>19</sup>.

Na mesma linha, “Os fundos de investimento, ao contrário do que ocorre com as companhias de investimento, apresentam uma feição contratual e não societária, uma vez que não há entre os investidores relação interpessoal associativa – a *affectio*.<sup>20</sup>” Não há relação entre os investidores, que vinculam-se ao administrador do fundo, que presta serviços de administração e gestão de seus recursos.

O fundo Crescinco, já mencionado no presente trabalho, foi pioneiro no Brasil em adotar a forma de condomínio. Este fundo ignorou a forma societária antes adotada nos *investment trusts* e constituiu apenas um condomínio, regido por seu regulamento e subsidiariamente pelas normas do Código Civil.

Na França, a aceitação desta teoria já está pacificada, enquanto na Itália, a tese da co-propriedade é amplamente criticada, não tendo sido também na Espanha.

### 2.3. Teoria da comunidade de bens não condominial

Esta teoria, defendida por menos autores, identifica a figura de fundos de investimentos como um instituto singular, independente da co-propriedade clássica referida na teoria anterior.

Alguns autores do direito português defendem esta teoria, tendo em vista que o Código Civil português, em seu artigo 1.403, define que exista a *compropriedade* sempre que duas ou mais pessoas são simultaneamente

<sup>19</sup> ALONSO, Félix Ruiz. Op. cit., p. 81.

<sup>20</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit., p. 78 e 79.

titulares do direito de propriedade sobre a mesma coisa. Nesta linha, defende Maria João Vaz Tomé:

Pode-se dizer, em jeito de conclusão, que os fundos comuns de investimento pertencem em comunhão, que não necessariamente em compropriedade, aos participantes. Na verdade, a comunhão é o gênero e a compropriedade a espécie. Se toda a compropriedade é comunhão, nem toda a comunhão é compropriedade. Nos fundos, estará em causa uma forma de propriedade colectiva diversa da compropriedade caracterizada pelo estatuto específico para si previsto em lei especial (DL. N. 276/94) e, nos limites por esta estabelecido, no regulamento de gestão<sup>21</sup>.

Endossando a opinião acima, Alexandre Brandão da Veiga afirma que:

...o que conforma essa comunhão é o próprio regime dos fundos. O facto de nada ter a ver com o regime da compropriedade sob o ponto de vista do regime, apenas significa que este regime é meramente subsidiário em relação às restantes comunhões. Mas meramente subsidiário não significa que tem de se aplicar sempre. Significa tão somente que apenas se aplica caso a lei não regule expressamente esta comunhão. A figura da comunhão é mais vasta que a da compropriedade, e embora Maria João Vaz Tomé tenha razão quando afirma que o legislador não a regulou enquanto tal, não pode deixar de ser consagrada em nosso Direito, como acaba por reconhecer a Autora<sup>22</sup>.

No direito pátrio os conceitos de condomínio e de co-propriedade possuem o mesmo sentido, enquanto comunhão possui um sentido mais amplo que ambos. No entanto, ao adotar a teoria da comunhão de bens dos cotistas o direito brasileiro reconhece fundos de investimentos como um condomínio atípico, e não como uma comunhão não condominial<sup>23</sup>.

## 2.4. Teoria da propriedade em mão comum

A teoria da propriedade em mão comum surge diante da dificuldade de enquadrar os fundos de investimentos no conceito clássico de

<sup>21</sup> TOMÉ, Maria João Vaz Tomé. *Notas sobre os aspectos financeiros e civis dos fundos de investimento mobiliário abertos*. In: VEIGA, A.B. *Direito dos Valores Mobiliários*, v. 1. Coimbra: 1999, p. 21.

<sup>22</sup> VEIGA, Alexandre Brandão. *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário: regime jurídico*. Coimbra: Almedina, 1999, p. 19.

<sup>23</sup> Conforme FREITAS, Ricardo S. Op. cit., p. 186.

condomínio. Seus principais elementos são a prevalência absoluta do interesse do grupo sobre o indivíduo e proteção contra dívidas do indivíduo contra terceiros, bem como a impossibilidade do grupo solicitar a divisão do bem comum.

Os interesses da comunhão estão acima dos interesses do indivíduo, o que faz com que o bem em mão comum seja considerado indivisível a ponto de não considerar a existência de fração ideal dividida em quotas.

Esta é a teoria adotada pelo direito germânico, e não o conceito de comunhão, pois faltariam aos fundos de investimento o elemento característico da comunhão, qual seja a possibilidade de dispor sobre um único bem que sequer é objeto desta comunhão.

## **2.5. Teoria da propriedade fiduciária**

De acordo com esta teoria, a propriedade fiduciária do fundo pertence ao seu administrador, tendo em vista estar ele investido dos poderes que corresponderiam aos do titular do direito de domínio sobre a coisa. A relação existente entre o administrador e os quotistas é a de mandato, inexistindo portanto qualquer direito real sobre os bens do fundo por parte dos quotistas.

O direito italiano defende esta teoria, por meio de Fragali<sup>24</sup>, reconhecendo o administrador do fundo como único proprietário dotado de plenos poderes de disposição dos bens objeto do fundo, não estando condicionado aos interesses dos quotistas. Devido a relação de mandato entre o administrador e os quotistas, este obriga-se somente a investir os

---

<sup>24</sup> Conforme FRAGALI, M. *La Comunione. T. I. Trattato di Diritto Civile e Commerciale*, Milano: Cicu-Meesineo, 1973, p. 348 In: FREITAS, Ricardo S. Op. cit., p. 191.

recursos recebidos e gerir este capital até que o mesmo seja solicitado pelo quotista<sup>25</sup>.

De acordo com esta teoria, todos os direitos de domínio estariam concentrados na figura do administrador, resultando no fato de que sua propriedade não poderia senão pertencer a ele mesmo, exercendo poderes efetivos e fiduciários.

Assim, a natureza dos direitos detidos pelos quotistas seria meramente obrigacional, consistindo no direito aos lucros e reembolsos pelo valor econômico da quota adquirida.

Trata-se de teoria que tentou realizar uma adaptação da teoria da *common law* sobre o *trust* para os países que adotam a *Civil Law*.

## **2.6. Teoria da organização associativa**

A figura do condomínio ordinário do Código Civil não consegue explicar a complexa estrutura de fundos de investimentos. Dessa forma, os defensores desta teoria refutam o conceito de co-propriedade na estrutura de fundos de investimento, defendendo uma estrutura organizacional associativa. Alguns autores alcançam o instituto das fundações, enquanto outros defendem uma organização societária em si.

A teoria da natureza jurídica societária de fundos de investimento encontra grande aceitação na Itália e Espanha, sendo refutada na França e em Portugal.

---

<sup>25</sup> No direito brasileiro, a solicitação de restituição do capital investido pelo cotista dependerá da modalidade do fundo de investimento, sendo este aberto ou fechado.

Para os adeptos desta teoria, as normas sobre o direito societário, especificamente o Livro II - Do Direito de Empresa do Código Civil, bem como a Lei das S.A., seriam subsidiariamente aplicáveis ao instituto de fundos de investimento.

A teoria da organização associativa será abordada de forma mais profunda no Capítulo 3 do presente estudo, onde seus conceitos serão utilizados para classificar a natureza jurídica dos FIP, como uma exceção às demais modalidades de fundos de investimento.

### 3. Das especificidades do FIP

#### 3.1. Conceito

Apesar da existência de diversas espécies de fundos de investimento no nosso ordenamento jurídico, e de variações quanto ao modo de funcionamento e organização dos mesmos, pode-se encontrar um núcleo de elementos comuns a todas as espécies, caracterizando, portanto, características do gênero fundo de investimento<sup>1</sup>. Por este motivo, analisaremos o modelo e natureza do FIP em apartado.

Antes mesmo da introdução do instituto do FIP no nosso ordenamento jurídico, já existia a pretensão de utilizar demais instrumentos com objetivos semelhantes, tais como os FMIEE e os fundos de investimento em cotas de FIP (FICFIP). No entanto, referidos instrumentos não atendiam às necessidades de operações pretendidas<sup>2</sup>, seja em razão de suas estruturas ou de limitações da destinação dos recursos ali aportados<sup>3</sup>.

O mercado dos FIP teve origem no mercado de *private equity* americano que, ao realizar a junção de patrimônios distintos, viabilizam investimentos de grande porte na aquisição de participações societárias, que dificilmente seriam realizadas com o emprego de recursos de apenas um patrimônio. Aliado a esta característica está a possibilidade de diversificação da carteira do fundo por meio da aplicação de recursos em mais de uma sociedade e em determinados ativos, aliados ao compartilhamento de riscos de liquidez entre os investidores.

---

<sup>1</sup> FREITAS, Op. cit., p. 95.

<sup>2</sup> Os FMIEE possuem limitações de investimentos, inclusive em relação ao porte ou às características da companhia.

<sup>3</sup> GUZMAN, Antonio Carlos Marchetti. *Os Fundos de Investimento em Participações (FIP) como Instrumento de Desenvolvimento do Mercado de Private Equity no Brasil*. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *O Direito Tributário e o Mercado Financeiro e de Capitais*, São Paulo: Dialética, 2009, p.87.

FIP são veículos previstos na regulamentação brasileira utilizados para investimentos nos segmentos de *private equity* e *venture capital*<sup>4</sup>. *Private equity* – ou investimento em capital privado – é o termo utilizado para negociações que envolvem o capital de empresas em acordos contratuais privados, oferecidos ao mercado por meio de colocação privada, que tem como característica a atuação próxima dos investidores na gestão das empresas adquiridas<sup>5</sup>. Associado a este mercado, está o de *venture capital*, que se dá por meio de investimento em empresas em fase de desenvolvimento inicial, apresentado assim maior risco e elevada expectativa de retorno<sup>6</sup>.

Nos dois casos acima não há apenas a co-propriedade das quotas, mas o verdadeiro interesse em intervir na atividade econômica da companhia investida.

O FIP é, segundo ROCCA, “um veículo de mobilização de recursos captados predominantemente em investidores institucionais (destaque para os fundos de previdência), alocados na forma de capital de risco e de empréstimos em empresas emergenciais e de grande potencial.”<sup>7</sup>

---

<sup>4</sup> “The term ‘private equity fund’ is a business term, not a legal one. Therefore, there is no one standard definition for this group of investors. However, the term is generally used to refer to a category of investment funds that seek to avoid regulation under various federal securities laws, most notably the Investment Company Act and the Investment Advisers Act. Private equity funds also commonly seek to acquire control over a limited portfolio of corporations. Once control is established, they cause management to take actions that favor shareholder interests, thus reducing agency costs. (...) Venture capital funds typically invest in a limited number of early stage companies with the expectation that most will ultimately fail. However, given the potential for huge profits, it only takes on Google to make an entire fund profitable. Venture capital funds are long-term investors, with a time horizon often ranging between seven and ten years, and they generally prefer to acquire a majority of the outstanding equity of a given portfolio company. Alternatively, they often acquire a smaller stake coupled with various contractual rights of control. They generally seek to exit their investments by means of an initial public offering or a sale or other business combination involving the portfolio company.” Conforme ILLIG, Robert C. What Hedge Funds Can Teach Corporate America: A Roadmap for Achieving Institutional Investor Oversight. In: American University Law Review, vol. 57, 2007, p. 10. Disponível em < [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1079532](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1079532)>. Acesso em 17 de maio de 2011.

<sup>5</sup> ROSSI, Luiz Egydio Malamud. *Manual de Private Equity e Venture Capital*. São Paulo: Atlas, 2010, p. 24.

<sup>6</sup> Ibid. p. 22.

<sup>7</sup> ROCCA, Carlos Antonio. *Fundos de Venture Capital e Private Equity. Soluções do Mercado de Capitais o Crescimento Sustentado*. Rio de Janeiro: José Olímpio, 2004, p. 56.

O FIP é, portanto, o principal veículo de investimentos nos segmento de *private equity*, com investimentos de longo prazo, e apresentando vantagens claras em relação a estrutura de holdings, tais como a proteção dos investidores em relação à não contaminação do restante da carteira na hipótese de um dos ativos do fundo ficar inadimplente, e em relação aos instrumento de governança oferecidos<sup>8</sup>, bem como as vantagens tributárias.

Constituem uma modalidade de fundo de investimento fechado destinado à aplicação em ações, debêntures, bônus de subscrição e demais títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações. Podem ainda, de acordo com o § 2º do artigo 2º Instrução CVM 391, que regula a constituição, o funcionamento e a administração dos FIP, participar de companhias fechadas, desde que adotem determinadas práticas de governança corporativa.

De acordo com o artigo 2º da Instrução CVM 391<sup>9</sup>, os FIP devem participar do processo decisório da companhia investida, contribuindo com a sua gestão, devendo indicar membros para o conselho de administração das empresas. A participação no processo decisório das empresas alvo pode se evidenciar por meio da detenção de ações do bloco de controle, ou por meio da celebração de acordo de acionistas ou qualquer outro instrumento que assegure o exercício de efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão da companhia.

A participação na administração das companhias busca incorporar ao negócio um modelo de gestão profissional e estratégico com o objetivo de

---

<sup>8</sup> ROSSI, Luiz Egydio Malamud. Op. cit., p. 146.

<sup>9</sup> Art. 2º O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.

aumentar o valor de mercado da companhia investida e obter retornos compatíveis com o grau de risco assumido sobre o capital nela investido<sup>10</sup>.

Os FIP, conforme mencionado, encontram-se atualmente regulados pela Instrução CVM 391. No entanto, foi apenas com a edição da Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006<sup>11</sup>, onde foi estabelecido seu atual regime tributário, que sua utilização se difundiu<sup>12</sup>.

Evidência de que o tema ora analisado encontra-se sempre atual se dá por meio da edição da Instrução CVM nº 496, de 11 de maio de 2011, que altera a redação da Instrução CVM 391, obrigando os FIP constituídos após o dia 12 de maio de 2011, ou aqueles que realizarem novas chamadas de capital após esta data, a manter no mínimo 90% do seu patrimônio investido em ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de companhias abertas ou fechadas<sup>13</sup>.

Cabe ressaltar também que a Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007, instituiu uma nova modalidade de fundo de investimento em participações: o fundo de investimento em participações em infraestrutura (FIP-IE), regulados pela Instrução CVM nº 460, de 10 de outubro de 2007, com a finalidade de promover investimentos em projetos de infraestrutura direcionados aos setores de energia, transportes, água, saneamento básico e irrigação, devendo investir 95% de seu patrimônio em valores mobiliários

---

<sup>10</sup> GUZMAN, Antonio Carlos Marchetti. Op. cit., p.85.

<sup>11</sup> A Lei nº 11.312 introduziu tratamento fiscal mais adequado com a natureza dos riscos a que investidores de FIP estão sujeitos. Além de prever a tributação apenas no momento do resgate das cotas, introduziu um regime favorecido para investidores não residentes.

<sup>12</sup> HADDAD, Gustavo Lian; VIDIGAL, Carolina Santos. Op. cit., p.163.

<sup>13</sup> A edição da Instrução CVM nº 496/11 tem como objetivo evitar que FIP sejam utilizados como veículo de aplicações em títulos cujo tratamento fiscal é menos vantajoso do que aquele aplicável às cotas de FIP. Tal possibilidade decorre das alterações promovidas pelo Decreto nº 7.412, de 30/12/2010 nas alíquotas do Imposto sobre Operações Financeiras – IOF Câmbio, incidente sobre o ingresso de recursos financeiros no País, conforme Comunicado ao Mercado divulgado no site <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em 11/05/2011.

de sociedades de propósito específico criadas para atender aos objetivos do projeto<sup>14</sup>.

Atualmente, existem 332 FIP registrados com a CVM, perfazendo um patrimônio líquido total de aproximadamente R\$ 65.493.247,27<sup>15</sup>.

### 3.2. Histórico

Os fundos de investimento em participações tiveram sua origem no mercado financeiro norte-americano há mais de vinte anos, com o objetivo de adquirir participações societárias relevantes em companhias de pequeno e médio porte em fase de desenvolvimento ou modernização<sup>16</sup>.

Referida modalidade de fundos de investimento destaca-se como uma modalidade de captação de investimentos e meio de financiamento das atividades empresariais. Este mercado é relativamente recente no Brasil<sup>17</sup>. Cresceu de maneira significativa, principalmente, pela combinação de um cenário econômico favorável e a consequente retomada do mercado de capitais brasileiro, coincidentes com as reformas políticas e econômicas introduzidas pelo governo brasileiro na década de 90, tais como o Plano Real e os diversos processos de privatização.

A convergência desta conjuntura econômica com o processo de globalização resultou, aos poucos, em uma abertura econômica do país. Por meio deste intercâmbio, foi possível uma troca de experiências com outros países, principalmente com os Estados Unidos, que mantinha, estruturas financeiras semelhantes e até então pouco utilizadas no país.

---

<sup>14</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit., p. 98.

<sup>15</sup> Conforme dados fornecidos no site da CVM, em <http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/defaultCPublica.asp>. Acesso em 30 de maio de 2011.

<sup>16</sup> GUZMAN, Antonio Carlos Marchetti. Op. cit., p.85.

<sup>17</sup> HADDAD, Gustavo Lian; VIDIGAL, Carolina Santos. Op. cit., p. 87.

Neste contexto, a exploração e o crescimento da indústria dos FIP no Brasil, como mais uma forma de intermediação financeira, atendeu concretamente aos interesses da política pública de consolidar um mercado de capitais forte no Brasil.

O FIP passa a ter relevância e destaque na medida em que aparenta já estar consolidado como um instrumento de investimento atrativo, especialmente em virtude do tratamento fiscal diferenciado<sup>18</sup> previsto na Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006.

### **3.3. Natureza jurídica do FIP**

A adequada qualificação na natureza dos fundos de investimento é de grande importância para que se possa individualizar a disciplina jurídica aplicável a este sofisticado instrumento de gestão patrimonial, em suas mais diversas modalidades.

De acordo com a Instrução CVM 391, em seu artigo 3º, novamente a CVM, assim como nas demais instruções mencionadas anteriormente, define, por meio da letra normativa, o FIP como sendo “constituído sob a forma de condomínio fechado”.

O mesmo posicionamento é adotado pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID), defendendo que os fundos de investimento “são condomínios que reúnem recursos de um conjunto de investidores, com a finalidade de auferir ganhos a partir da estruturação de uma carteira de títulos e valores mobiliários.”<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> HADDAD, Gustavo Lian; VIDIGAL, Carolina Santos. Op. cit., p.105.

<sup>19</sup> ROSSI, Op. cit., p. 145.

Apesar da inegável interpretação literal feita pelos órgãos reguladores, a natureza jurídica dos FIP tem sido objeto de análise e discussão pela doutrina, havendo a divergência entre a corrente que defende a teoria condominial, e outra que defende a teoria da organização associativa.

Diversos estudos doutrinários<sup>20</sup> revelam a impropriedade de se considerar os fundos de investimento regulados pela CVM – dentre eles os FIP – como condomínios, pois, em resumo, estes apresentam características diferenciadas dos condomínios tal quais regulados pelo Código Civil, sendo a mais contundente delas a figura do patrimônio uno, ou seja:

ao aportar recursos em um fundo de investimento, o investidor tornar-se-ia, para os que apóiam esta tese, co-proprietário dos bens que o integram. Contudo, mesmo nos ordenamentos que qualificam o fundo como condomínio, o que se depreende do conjunto de regras que o disciplinam é que ao investidor não são atribuídos os direitos garantidos a um condômino na acepção legal. Tanto se lhe tolhe que a expressão condomínio perde o sentido.<sup>21</sup>

Além disso, R. FREITAS vai adiante ao propor a reconsideração e a sua adequação como sociedade, restando apenas o *nomem iuris*.<sup>22</sup> Muito embora a relação comparativa proposta por esse autor tenha abarcado os *investment trusts*, cumpre apontar que a mesma crítica pode ser importada à caracterização dos FIP como condomínios, como será demonstrado adiante.

Para uma melhor compreensão da corrente defendida, necessário se faz citar as características de uma sociedade comercial, sendo (i) pluralidade de pessoas; (ii) patrimônio social; (iii) objetivo comum ou social; e (iv) *affectio societatis*<sup>23</sup> (ou espírito associativo).

<sup>20</sup> Nesse sentido, ver R. S. FREITAS, Op. cit. O autor realiza aprofundado estudo a respeito desse assunto, além de apresentar compilação do debate doutrinário.

<sup>21</sup> R. S. FREITAS, Op. cit., p.161-162.

<sup>22</sup> Conforme R. S. FREITAS Op. cit., p. 217.

<sup>23</sup> Segundo REQUIÃO, a *affectio societatis* é “uma antiga expressão latina, usada por Ulpiano, para distinguir a intenção de se associar em sociedade. Os autores têm procurado desvendar o verdadeiro sentido da expressão, tendo Thaller dividido nela ‘um elo de colaboração ativa entre os sócios’ (...) Esse elemento característico do contrato societário é altamente útil na prática da vida

Os três primeiros elementos são inegavelmente encontrados em fundos de investimento, restando dúvida apenas se um quotista de um fundo de investimento tem o ânimo de se associar aos demais. Podemos alegar a ausência deste elemento nos demais fundos mencionados no presente estudo, mas jamais em relação aos FIP, onde os investidores se tornam quotistas com o objetivo de alcançar não apenas retorno financeiro, mas também exercer ingerência administrativa sobre as companhias investidas<sup>24</sup>.

Conforme mencionado acima, o FIP tem entre sua principal característica a participação e ingerência na administração da companhia investida<sup>25</sup>. Esta ingerência administrativa costuma representar altos ganhos de eficiência, tendo em vista que o dinamismo do mercado financeiro e de capitais exige a atuação de profissionais qualificados. O FIP é um instrumento comumente utilizado para a formação do controle de uma companhia, participando inclusive como parte em diversos acordos de acionistas.

A participação no processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, é uma das principais características do FIP, inclusive para que sejam incorporadas à companhia uma gestão profissional e boas práticas de

---

comercial, para distinguir a sociedade de outros tipos de contrato, que tendem a se confundir, aparentemente, com a sociedade de fato ou presumida. O conceito é subjetivo, o elemento é intencional, e se deve perquirir dos reflexos aparentes e exteriores, se a intenção do agente foi de unir esforços para obter resultados comuns, que isoladamente não seriam tão plenamente conseguidos” REQUIÃO, Rubens, Curso de Direito Comercial. vol. 1. 26 ed. atual. por Rubens Edmundo Requião. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 408.

<sup>24</sup> Cabe ressaltar que a *affectio societatis* não é considerada elemento caracterizador de sociedades anônimas abertas, onde os acionistas geralmente são desconhecidos entre si e objetivam apenas o lucro. Nos FIP, no entanto, o lucro também é o objetivo, mas a ser atingido por meio da intervenção no processo decisório da companhia investida, caracterizando o espírito associativo por meio da comunhão de esforços e do interesse comum.

<sup>25</sup> Diferentemente de fundos convencionais de ações que adquirem qualquer parcela de participação societária, os FIP necessariamente tem como objetivo adquirir parcelas significativas do capital social da companhia investida de modo a assegurar a participação efetiva na administração da companhia.

governança corporativa, tudo com o intuito de maximizar o seu valor de mercado e possibilitar maior retorno aos investidores.

Verifica-se assim que os FIP, constituídos sob a forma de condomínio fechado, possuem características semelhantes à de sociedades, onde os quotistas não detêm somente a co-propriedade das quotas e a comunhão sobre determinados bens, mas compartilham também interesses comuns no rumo dos negócios da sociedade.

Interesses comuns estão presentes na ingerência dos quotistas na administração dos FIP e na atuação de seu administrador e/ou gestor, como por meio de um Comitê de Investimentos, e por meio da participação no processo decisório da companhia investida, exercendo influência na definição da política estratégica e na gestão, principalmente por meio da indicação de membros do Conselho de Administração.

Os FIP e os FMIEE, conforme mencionado, buscam participação em empresas, o segundo em empresas de menor porte com grande potencial de desenvolvimento. Nessas duas hipóteses, verificamos a presença do empreendedorismo dos quotistas e o interesse comum em fomentar a atividade empresarial da sociedade investida visando o lucro. Dessa forma, não há somente a co-propriedade de cotas, mas sim o verdadeiro interesse em intervir na e de gerir a atividade econômica.

O FIP pode, conforme previsto no artigo 2º<sup>26</sup> da Instrução CVM 391, indicar membros para o conselho de administração da companhia investida, possibilitando a ingerência direta nos rumos tomados. Verifica-se que não

---

<sup>26</sup> Art. 2º O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, *participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.* (grifo nosso)

existe apenas uma participação formal, mas sim a possibilidade de intervenção direta do fundo na sociedade investida.

Conforme leciona COMPARATO, em Parecer reproduzido no PAS CVM PROC. RJ2001/1857, os regulamentos de fundos de investimentos e os estatutos de sociedades "são corpos de normas, objetivas e impessoais, exatamente porque as sociedades por ações, ou os fundos de investimento, constituem reuniões de capitais, representados por ações ou cotas, e não reuniões de pessoas determinadas."

Ainda no mesmo voto, é mencionada citação de COMPARATO que dispõe que "não se pode excluir que, **em certos casos**, o fundo de investimento assuma as características de autêntica sociedade, quando utilizado como instrumento de formação do controle de companhias.<sup>27</sup>"

Cabe neste momento ressaltar mais uma forma de exercício do poder de voto e portanto de maiores semelhanças com o direito societário. As instituições financeiras que atuam na qualidade de administradores de FIP e de fundos de investimento em ações (FIA) tem como política não votar em assembleias de companhias abertas, principalmente para não encontrarem resistência, tais como a possível ocorrência de conflitos de interesses, pela CVM e demais órgãos reguladores. Para evitar qualquer problema no exercício do direito político, as instituições financeiras celebram um contrato de usufruto para direito de voto com o quotista exclusivo ou quotista controlador dos fundos mencionados acima. Esse quotista ou controlador, revestido dos poderes conferidos pelo contrato de usufruto, terá competência para votar nas assembleias sem a anuência do administrador.

O direito comparado fornece mais um exemplo de que FIP devem ser interpretados como tendo a natureza jurídica associativa. Os denominados

---

<sup>27</sup> COMPARATO, Fabio Konder. Op. cit., p. 122.

*mutual funds* norte-americanos – fundos que reúnem investidores que investem em valores mobiliários - equivalentes ao modelo brasileiro de FIP, adotam um modelo corporativo de funcionamento.

Assim defende o economista americano WARBURTON, em artigo publicado no *Journal of Corporation Law*:

This article finds empirical evidence in favor of the mutual fund corporate form. In the United Kingdom, where corporate and non-corporate mutual funds exist side-by-side, mutual funds organized as corporations charge significantly lower front-end loads and annual management fees than mutual funds not organized as corporations, after controlling for other factors<sup>28</sup>.

Corroborando o argumento acima, podemos afirmar ainda que “no direito norte-americano, os fundos de investimento constituem-se como companhias, verdadeiras corporações (sob a forma de sociedades anônimas).<sup>29</sup>”

Temos ainda que a noção de patrimônio, conjugada com a de titularidade fiduciária, ou o exercício desta titularidade por terceiro, exterioriza a necessidade de versatilidade de que os fundos precisam para se tornarem eficientes mecanismos de gestão de capital, especialmente quanto aos FIP.

Disto resulta novamente a inadequação das disposições relativas ao instituto do condomínio para explicar o complexo fenômeno dos FIP. A figura do condomínio pode até existir, mas cada proprietário tem a propriedade de sua quota, e não da totalidade do objeto.

A Lei nº 8.668/93, que dispõe sobre a constituição e regime tributários dos FII, utiliza a expressão condomínio de forma imprecisa, pois

---

<sup>28</sup> WARBURTON, A. Joseph. Op. cit., p. 745.

<sup>29</sup> PERRICONE, Sheila. *Fundos de Investimento: A política de investimento e a responsabilidade dos administradores*. In Revista de Direito Bancário. V. 11, 2001.

existe uma comunhão de interesses, e não pluralidade de titulares do patrimônio, tendo em vista que o patrimônio é titularizado, em caráter fiduciário, pela administradora do fundo. Aos quotistas é dado o direito pessoal de auferir resultado econômico relativo ao patrimônio do fundo, existindo sempre a separação patrimonial.

A rigor não estamos tratando da figura do condomínio conforme regulamentado pelo Código Civil, referente à co-titularidade de um patrimônio, mas sim a comunhão sobre uma universalidade de direito. A separação patrimonial assemelha-se mais à forma de sociedade do que a do condomínio civil.

Nesta mesma linha, indaga R. SZTAJN, em artigo sobre FII:

Pergunta-se, ao invés de definir o fundo como condomínio fechado, não teria sido mais próprio defini-lo como uma sociedade aberta, não personificada, com organização igual a das companhias. A adoção de uma estrutura organizacional conhecida facilitaria a aplicação, mesmo subsidiária, da Lei 6.404/76, evitando-se a necessidade de maiores construções teóricas para chegar a esse resultado<sup>30</sup>.

A teoria condominial novamente não se aplica aos FIP pois em uma organização societária, assim como nos FIP, os sócios não são coproprietários ou condôminos dos bens sociais. Estes pertencem à própria sociedade, como personalidade jurídica suscetível de adquirir bens e direitos. Cada sócio é titular individualmente da sua quota social, tendo em vista que cada ação é indivisível, conferindo a estes direitos e deveres. Dessa mesma forma, o FIP não é proprietário dos bens da companhia investida, mas sim sócio da participação detida.

Novamente R. SZTAJN, assim como outros autores, questionam a classificação dos fundos de investimento como condomínio, defendendo uma definição societária:

---

<sup>30</sup> SZTAJN, Rachel. Op. cit., p. 104.

Pergunta-se, ao invés de definir o fundo como “condomínio fechado” não teria sido mais próprio defini-lo como uma sociedade aberta, não personificada, com organização igual a das companhias. A adoção de uma estrutura organizacional conhecida facilitaria a aplicação, mesmo subsidiária, das normas da Lei 6.404/76, evitando-se a necessidade de maiores construções teóricas para chegar a esse resultado<sup>31</sup>.

Para os defensores da teoria condominial, ao aportar recursos em um fundo, o investidor se tornaria co-proprietário dos bens que integram o patrimônio do fundo. No entanto, mesmo de acordo com a visão de que fundos são condomínios, ao investidor não são atribuídos os direitos garantidos à definição legal de um condômino do Direito Civil.

Dessa forma conclui R. S. FREITAS:

Como se vê, as dificuldades para tentar enquadrar os fundos de investimento em um instituto de natureza civilista são evidentes. **Sua natureza não é seguramente de direito real**, que apresenta uma feição estática, pois o dinamismo dessas estruturas e sua conexão com a produção econômica, ainda que substancialmente financeira, é evidente. Aproxima-se muito mais das figuras do direito societário, razão pela qual esta tese encontra-se hoje enfraquecida<sup>32</sup>.  
(grifou-se)

A opinião acima era defendida já em 1960, quando Peter Walter Ashton condenava a escolha da estrutura condominial<sup>33</sup>, de acordo com um estudo baseado na estrutura do fundo Crescinco, mencionado anteriormente.

Temos ainda como semelhança a natureza jurídica das ações de sociedades anônimas com a de quotas de um FIP. Segundo a melhor doutrina, defendida por Renaud e Vivante desde o século XIX, as ações são consideradas como parte do capital social, como fundamento da condição de sócio e como um título de crédito<sup>34</sup>. Da mesma forma, quotas de um FIP

<sup>31</sup> SZTAJN, Rachel. Op. cit., p. 108.

<sup>32</sup> R. S. FREITAS, Op. cit., p.163.

<sup>33</sup> ASHTON, Peter Walter. Op. cit., p. 40 e ss.

<sup>34</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. vol. 2. 26 ed. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 75.

integram o patrimônio do fundo, e são fundamento da condição de quotista e representam uma forma de título de crédito, tendo em vista que podem ser convertidas em valores apreciáveis economicamente.

Outra semelhança repousa no fato de que a administradora dos fundos de investimento, que possui uma relação de negócio fiduciário com os quotistas do fundo, age como verdadeira proprietária dos bens, exercendo poderes iguais aos dos administradores de companhias. Representam o fundo ativa e passivamente, adquirem, oneram, alienam os bens do fundo, investem seus recursos, defendem os direitos e interesses do fundo como se proprietários fossem<sup>35</sup>.

Qualidade indiscutível de que os FIP possuem maior semelhança com sociedade do que com o instituto do condomínio estão presentes nos FIP privados, onde um investidor ou um pequeno grupo decide pela criação de um fundo como veículo para a realização de um investimento pré-determinado. Para tanto, ao registrar o fundo na CVM, pede-se a isenção de certos requisitos referentes à distribuição pública de cotas. É comum a celebração de contratos de associação entre os investidores, similares aos acordos de acionistas das sociedades por ações, representando um compartilhamento de interesses comuns.

São estabelecidos também alguns direitos e obrigações pertinentes a um grupo de investidores, dentro deste cenário de aplicação conjunta, o que torna indissociável o elemento *affectio societatis* das características dos FIP.

Se a relação entre os co-proprietários existe apenas em razão da coisa compartilhada, estamos diante da figura do condomínio. No entanto, se no

---

<sup>35</sup> Da mesma forma, ambos os administradores de fundos e de sociedades respondem pelos danos causados por desvio de atribuição ou desvio de poder na sua gestão.

exercício da atividade lucrativa os bens são apenas meios e passam por transformações em prol do fim social, estamos diante de uma relação dinâmica e produtiva, o que caracteriza a sociedade<sup>36</sup>.

Outro importante autor que defende a teoria apresentado é E. VALLADÃO que, em parecer sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento defende que os mesmos são sociedades, por desempenharem uma atividade lucrativa em função da qual os bens sociais são apenas instrumentos<sup>37</sup>.

Além dos FIP, outros tipos de fundos de investimento são exceções à teoria condominial apresentada no Capítulo 2 e podem ter sua natureza jurídica estudada de acordo com os argumentos levantados acima, quais sejam o FMIEE<sup>38</sup> e os Fundos Exclusivos<sup>39</sup>.

### 3.4. Direito comparado

Conforme ressaltado anteriormente, a análise da natureza jurídica de fundos de investimentos no Brasil é complexa devido ao fato que

---

<sup>36</sup> Conforme BORGES, Florinda F. Op. cit., p. 58.

<sup>37</sup> FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento: Conflito de Interesses Apurado pela Própria Assembléia de Quotistas; Quorum Qualificado para Destituição de Administrador do Fundo*. In: Revista de Direito Empresarial, vol. 6. Curitiba: Juruá, 2006, p. 18.

<sup>38</sup> Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, regulamentados pela Instrução CVM nº 209/04, atuam principalmente no segmento de *venture capital*, tendo por objetivo fomentar o investimento em pequenas e médias empresas com características de negócios emergentes, em especial aquelas relacionadas à inovação e à pesquisa científica e tecnológica, possuindo portanto características e propósitos limitados. Assim como os FIP, tem entre seus objetivos possuir ingerência administrativa na sociedade investida.

<sup>39</sup> Fundos exclusivos estão previstos no artigo 116 da Instrução CVM 409 e são destinados a receber aplicações exclusivamente de apenas um investidor, geralmente com um patrimônio mínimo de milhões de reais. Exatamente por serem destinados a apenas um quotista, não poderiam jamais ser classificados como condomínio. Entre as vantagens estão os aspectos tributários e a gestão personalizada, a liberdade de administração e gerência do fundo. As desvantagens estão relacionadas aos altos custos de montagem e manutenção do fundo, tais como as taxas devidas e a contratação de auditoria do fundo, ao fato de que fundos exclusivos só podem ter uma amortização ao ano, e que é proibido ao quotista resgatar suas quotas e sair do fundo, sendo permitido apenas por meio de sua liquidação.

importamos o conceito de países de *common Law*, fundados na figura do *trust*.

Como exemplo, podemos citar os *statutory trusts*, que são típicas *corporations*, e equivalem-se às sociedades por ações brasileiras.

Em artigo mencionado acima, WARBURTON conclui que as *corporations* são mais vantajosas para os investidores:

Is the corporate form, with boards of directors and voting shareholders, the best model for investors, or is the contractual arrangement, common outside the United States, a superior model? Using a cross-section data set of British mutual funds, this Article finds evidence in favor of the corporate form. In the United Kingdom, mutual funds organized as corporations (the OEICs) charge significantly lower front-end loads than mutual funds not organized as corporations (the unit trusts), after controlling for other factors. Similarly, mutual funds organized as corporations (the OEICs) charge significantly lower annual management fees than mutual funds not organized as corporations (the unit trusts), after controlling for other factors. This difference in expenses is not reflected in significantly different fund performance on a gross basis. In all, the lower expenses associated with the corporate form provide empirical support in favor of corporate funds. Based on the empirical evidence from the United Kingdom, the corporate form promotes the interests of mutual funds investors<sup>40</sup>.

No direito norte-americano, fundos de investimentos constituem-se como verdadeiras companhias, ou corporações (sob a forma de sociedades anônimas), ainda que não de forma expressa: “While the law does not expressly require that mutual funds be organized as corporations, it does impose requirements that assume a typical corporate form: a board of directors (...) and shareholder voting<sup>41</sup>”.

---

<sup>40</sup> WARBURTON, A. Joseph. Op. cit., p. 745.

<sup>41</sup> WARBURTON, A. Joseph. Op. cit., p. 748.

## Conclusão

Fundos de investimento são uma instituição dinâmica, em constante evolução, o que dificulta uma compreensão correta e atual sobre a sua natureza. Quando do seu surgimento, não houve uma reflexão fundamentada sobre a natureza dos fundos de investimento, sendo adotados elementos obtidos por meio de uma transposição de um instituto familiar ao direito estrangeiro, que até hoje não se adaptou de maneira ideal ao nosso ordenamento jurídico.

Necessário se faz sempre ter em mente a característica precípua de fungibilidade dos institutos jurídicos. O ensinamento de Túlio Ascarelli sobre este tema é claro: “Qualquer que seja a origem histórica de um determinado instituto e sua justificativa originária, com frequência ele, no seu desenvolvimento, apresenta-se capaz de novas funções e aplicações, embora conservando elementos de sua natureza originária.”<sup>1</sup>

Abordados os argumentos favoráveis e contrários às duas principais correntes defendidas, quais sejam a corrente condominial e a societária, resta concluir que a aplicação exata de qualquer dos institutos acima aos fundos de investimento é juridicamente impossível.

Prevalece atualmente a interpretação literal e o entendimento consolidado da CVM e dos tribunais de que os fundos de investimento são constituídos sob a forma de condomínios.

O fato de a regulamentação apresentar determinada redação legal não pode ser utilizado como argumento para a investigação da natureza jurídica dos fundos de investimentos, pois falha em explicar sua real natureza, sendo

---

<sup>1</sup> ASCARELLI, Túlio. Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado, 2ª Ed. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 5.

um argumento meramente formal. A classificação de fundos como condomínios leva em consideração apenas o aspecto propriedade, deixando os demais aspectos, como o institucional, em segundo plano.

Ampliar o alcance de aplicabilidade de institutos já conhecidos parece ser mais eficaz do que importar ou mesclar tipos de outros sistemas. No entanto, reconhecer os fundos de investimento como condomínios civis é realizar um alargamento descuidado deste instituto.

Alegar que os fundos de investimento possuem a natureza jurídica de condomínios, pois neles se verifica a existência de uma pluralidade de sujeitos com direitos iguais em relação a uma coisa, constituindo uma “subsunção perfeita à sua definição<sup>2</sup>” é, conforme exposto, um exagero.

Conforme exposto, há elementos relevantes para se afirmar que os FIP assemelham-se às sociedades quanto à sua natureza jurídica, devido principalmente à ingerência administrativa que exercem sobre a companhia investida, resultando na aplicação subsidiária das normas de direito societário quando da existência de omissões regulatórias.

Como uma possível solução, F. ALONSO defende “a tentação de considerar o condomínio mobiliário como um instituto intermediário entre a sociedade e a comunhão. (...) Outra alternativa seria reconhecer os fundos como simples sociedades de fato ou irregulares, sem personalidade jurídica.<sup>3</sup>”

Por fim, o mesmo autor conclui que “a verdade é que sobre a mesma realidade material o Direito pode fazer uma sociedade ou um condomínio,

---

<sup>2</sup> GUEDES, Vinícius M. Sociedade e comunhão – Os fundos de investimento. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito Societário Contemporâneo I*, São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 84.

<sup>3</sup> ALONSO, Félix Ruiz. Os fundos de investimento. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, vol. 1, 1971, p. 77 e 81.

se segundo as preferências se inclinarem por uma ou por outro, decorrerão disso toda uma série de conseqüências.<sup>4</sup>” Na realidade, não existem institutos certos ou errados para determinado fenômeno social, apenas institutos mais ou menos adequados a algumas funções do que outros.

Apesar das afirmações deste estudo levar á conclusão de que os fundos de investimento guardam maior semelhança com sociedades do que com a figura de condomínios, não se pode negar que, sob o ponto de vista prático, a constituição de fundos de investimentos sob a forma de condomínios apresenta-se menos onerosa<sup>5</sup>, mais simples e flexível aos interesses dos quotistas.

Conclui-se portanto que as regras que regulam esta modalidade de investimento devem ser claras, afastadas de quaisquer dúvidas. E a solução encontrada atualmente traz apenas a insegurança, já que a aplicação subsidiária de normativos dependerá sempre da análise do caso concreto. Talvez fosse o caso, conforme se tentou expor neste estudo, de aplicar diferentes institutos a cada modalidade de fundo, de acordo com as suas características precípuas.

Impõe-se, portanto, a necessidade de mudança do entendimento atual, seja para pacificá-lo ou entender a existência de um instituto híbrido, de forma a preservar o sistema legal que rege os fundos de investimento, e conferir a estes a segurança jurídica de que seus participantes e investidores tanto necessitam.

---

<sup>4</sup> ALONSO, Félix Ruiz. Os fundos de investimento. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, vol. 1, 1971, p. 78.

<sup>5</sup> A constituição, registro e manutenção de uma sociedade pressupõe diversos custos. Além disso, a estrutura de condomínio apresenta vantagem tributária, ao incidir imposto sobre o quotista somente no momento do resgate da parte ideal a que tem direito suas quotas, enquanto sociedades incorrem uma pesada carga fiscal a cada exercício.

## Bibliografia

ALONSO, Félix Ruiz. Os fundos de investimento. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, vol. 1, 1971.

ASCARELLI, Túlio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, 2ª Ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

ASHTON, Peter Walter. *Companhias de Investimento*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1963.

BARRETO FILHO. *O regime jurídico das sociedades de investimento*. São Paulo: Max Limonad, 1956.

BORGES, Florinda F. *Os fundos de investimento. Reflexões sobre a sua natureza jurídica*. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito Societário Contemporâneo I*, São Paulo: Quartier Latin, 2009.

COMPARATO, Fabio Konder. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

DEHIO, Andreas; ROUNDS JR., Charles E. *Publicly-traded open end mutual funds in common law and civil law jurisdictions: A comparison of legal structures*, In New York University Journal of Law and Business, n° 473, 2007, p.2. Disponível em: <[www.law.suffolk.edu/faculty/addinfo/rounds/RoundsFinal.pdf](http://www.law.suffolk.edu/faculty/addinfo/rounds/RoundsFinal.pdf)>. Acesso em 29 de abril de 2011.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FRAGALI, M. La Comunione. T. 1. *Trattato di Diritto Civile e Commerciale*, Milano: Cicu-Meesineo, 1973.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento: Conflito de Interesses Apurado pela Própria Assembléia de Quotistas; Quorum Qualificado para Destituição de Administrador do Fundo*. In: Revista de Direito Empresarial, vol. 6. Curitiba: Juruá, 2006.

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

GUEDES, Vinícius M. *Sociedade e comunhão – Os fundos de investimento*. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito Societário Contemporâneo I*, São Paulo: Quartier Latin, 2009.

GUZMAN, Antonio Carlos Marchetti. *Os Fundos de Investimento em Participações (FIP) como Instrumento de Desenvolvimento do Mercado de Private Equity no Brasil*. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *O Direito Tributário e o Mercado Financeiro e de Capitais*, São Paulo: Dialética, 2009.

HADDAD, Gustavo Lian; VIDIGAL, Carolina Santos. *Questões relacionadas ao regime tributário dos fundos de investimento em participações (“FIP”) aplicável a investidores não residentes*. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *O Direito Tributário e o Mercado Financeiro e de Capitais*, São Paulo: Dialética, 2009.

MELO, Marco Aurélio Bezerra. *Direito das Coisas*. Rio de Janeiro: Editora Lúmen Júris, 2007.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Os Princípios Informadores do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*, . In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *O Direito Tributário e o Mercado Financeiro e de Capitais*, São Paulo: Dialética, 2009.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª Ed. São Paulo: Dialética, 1999.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*, vol. III, 19ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

PERRICONE, Sheila. *Fundos de Investimento: A política de investimento e a responsabilidade dos administradores*. Revista de Direito Bancário. V. 11, 2001.

PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. *Aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos administradores de fundos de investimento*. Revista de Direito do Consumidor. V. 61, 2007.

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

PONTES DE MIRANDA, Francisco C. *Tratado de direito privado*. Rio de Janeiro: Borsoi, 1971.

REALE, Miguel. *Lições preliminares de direito*. São Paulo: Saraiva, 1983.

REQUIÃO, Rubens, *Curso de Direito Comercial*. vol. 1. 26 ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. vol. 2. 26 ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

ROCCA, Carlos Antonio. *Fundos de Venture Capital e Private Equity. Soluções do Mercado de Capitais o Crescimento Sustentado*. Rio de Janeiro: José Olímpio, 2004.

ROSSI, Luiz Egydio Malamud. *Manual de Private Equity e Venture Capital*. São Paulo: Atlas, 2010.

SZTAJN, Rachel. *Quotas de fundos imobiliários – novo valor mobiliário*. Revista de Direito Mercantil, nº 93, 1994.

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

TOMÉ, Maria João Vaz Tomé. *Notas sobre os aspectos financeiros e civis dos fundos de investimento mobiliário abertos*. In: VEIGA, A.B. *Direito dos Valores Mobiliários*, v. 1. Coimbra: 1999.

VEIGA, Alexandre Brandão. *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário: regime jurídico*. Coimbra: Almedina, 1999.

VIANA, Marco Aurelio S. *Comentários ao novo Código Civil, Dos Direitos Reais, Vol. XVI*. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

WALD, Arnaldo. *Da natureza jurídica do fundo imobiliário*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, vol. 80, out./dez. 1990.

WARBURTON, A. Joseph. *Should mutual funds be corporations? A legal and econometric analysis*. In: The Journal of Corporation Law. Iowa: University of Iowa, Vol. 33.3, 2008, p. 745. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1155243](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1155243)>. Acesso em 29 de abril de 2011.