

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ  
SETOR DE CIÊNCIAS JURÍDICAS  
FACULDADE DE DIREITO**

**RODRIGO MARCIAL LEDRA RIBEIRO**

**ASPECTOS DE REGULAÇÃO ECONÔMICA DOS FUNDOS DE  
INVESTIMENTO: ANÁLISE DOS ORDENAMENTOS JURÍDICOS  
BRASILEIRO E AMERICANO**

**TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

**CURITIBA  
DEZEMBRO DE 2015**

**RODRIGO MARCIAL LEDRA RIBEIRO**

**ASPECTOS DE REGULAÇÃO ECONÔMICA DOS FUNDOS DE  
INVESTIMENTO: ANÁLISE DOS ORDENAMENTOS JURÍDICOS  
BRASILEIRO E AMERICANO**

Relatório Final de Monografia  
apresentado à Coordenação de Direito da  
Universidade Federal do Paraná, na linha  
de Direito Econômico para obtenção de  
Bacharelado em Direito.

Orientador: André Peixoto de Souza

**CURITIBA  
DEZEMBRO DE 2015**

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>OS FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E PRINCÍPIOS APLICÁVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....</b>	<b>1</b>
1.1	O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL .....	2
1.1.1	<i>Subsistema normativo .....</i>	4
1.1.2	<i>Outros órgãos integrantes do subsistema normativo .....</i>	9
1.1.3	<i>Subsistema de intermediação ou operativo .....</i>	11
1.1.4	<i>Agentes especiais.....</i>	11
1.1.5	<i>Demais instituições bancárias, não-bancárias e auxiliares .....</i>	11
1.2	OS FUNDOS DE INVESTIMENTO BRASILEIROS .....	12
1.2.1	<i>Fundos de Investimentos Regulamentados pela Instrução 409 da CVM e Posteriores Instruções Modificantes.....</i>	17
1.2.2	<i>Fundos de Investimentos com Regulamentação Própria.....</i>	25
<b>3</b>	<b>O SISTEMA FINANCEIRO AMERICANO NÃO-BANCÁRIO E OS FUNDOS DE INVESTIMENTO NESTE ORDENAMENTO JURÍDICO .....</b>	<b>33</b>
3.1	O SISTEMA FINANCEIRO AMERICANO NÃO-BANCÁRIO .....	34
3.2	INVESTMENT COMPANIES .....	39
3.2.1	<i>Mutual Funds.....</i>	41
3.2.2	<i>Closed-End Investment Companies.....</i>	41
3.2.3	<i>Unit Investment Trusts.....</i>	42
3.2.4	<i>Exchange Traded Funds.....</i>	43
3.2.5	<i>Hedge Funds .....</i>	43
<b>4</b>	<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>45</b>

## INTRODUÇÃO

O processo de globalização financeira ocorrido em meados da década de 80 acarretou em uma intensificação dos fluxos de capitais entre os países desenvolvidos; fenômeno sentido nos países em desenvolvimento especialmente a partir da década de 90. Em decorrência deste aumento do fluxo de capitais, naturalmente, intensificou-se a necessidade por análises confiáveis de riscos dos ativos financeiros para a população leiga no mercado financeiro e, com isso, surgiram marcos regulatórios nacionais e internacionais para os fundos de investimentos.

O mercado de fundos de investimentos, como qualquer outro mercado competitivo, deve atender às demandas dos seus clientes (os investidores) e, ao mesmo tempo, produzir resultados positivos, ou, ao menos, comparativamente benéficos, para a sociedade. Desta forma, em frente ao cenário de crises enfrentado pelo sistema financeiro global entre os anos de 2007 e 2009, os Fundos de Investimentos receberam especial atenção da literatura econômica e jurídica. Contudo, a literatura enfatizando a regulação do mercado financeiro e, em especial, dos fundos de investimento, permanece escassa no Brasil. Por outro lado, há extensa literatura em inglês tratando sobre a regulação do mercado financeiro, destaca-se obra do laureado com o prêmio Nobel de Economia de 2014, o francês Jean Tirole.

O mercado financeiro torna-se cada vez mais significativo no contexto capitalista atual. A crise financeira de 2007 nas bolsas de valores não foi o suficiente para que o modelo econômico financeiro fosse abandonado. Neste cenário, os fundos de investimentos são players importantes, como grandes centralizadores de recursos econômicos; trata-se de uma necessidade, portanto, a caracterização fundamentada nos ordenamentos jurídicos brasileiro e americano deste segmento mercadológico, seja para vislumbrar possibilidades de melhores regulamentações a partir do direito comparado, seja para uma melhor qualidade das informações disponíveis na academia para eventuais entrantes e para os players já estruturados no mercado.

# 1 OS FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E PRINCÍPIOS APLICÁVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A soma das instituições e instrumentos destinados a oferecer opções de aplicação e captação de recursos financeiros denomina-se ‘mercado financeiro’. Devido à escassez dos recursos financeiros e a existência de necessidades ilimitadas, o mercado financeiro visa realizar a otimização da alocação da poupança de determinada economia nos projetos de maior lucro, com um custo menor do que o incorrido por participantes diretamente. A literatura divide o mercado financeiro em Mercado Monetário, Mercado de Crédito, Mercado de Capitais e Mercado de Câmbio (ANDREZO e LIMA, 2007).

O objetivo dos recursos financeiros, segundo Vernimmen *et al* (2014), é cobrir as diferenças resultantes das diferenças contábeis derivadas do lapso de tempo entre os ciclos operacionais e de investimento nas companhias, provendo fundos suficientes para balancear o fluxo de dinheiro nestes empreendimentos.

No Brasil, o mercado financeiro legal consiste no Sistema Financeiro Nacional (SFN), que, por sua vez, é o conjunto de instituições que tem como objetivo manter o fluxo de recursos entre os agentes superavitários e deficitários, assim como a estrutura e a confiança da moeda.

As principais legislações especificamente aplicadas ao SFN são três: (1) Lei nº 4.595/64, que criou do Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central (BACEN); (2) Lei nº 6.385/1976, que criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e assumiu a regulamentação e fiscalização do mercado de capitais; (3) Lei 6.404/1976, que disciplina as Sociedades Anônimas (SA). Além destas, outras disciplinas legais e infra-legais serão abordadas no ponto 1.1.

Inseridos no Sistema Financeiro Nacional, os Investidores Institucionais são entidades que administram volumes significantes de recursos, decorrentes, principalmente, de contribuições periódicas de uma coletividade de pessoas com um objetivo comum predefinido, são elas: fundos de investimento; entidades de previdência privada; sociedades seguradoras; companhias de capitalização consórcios; e clubes de investimento.

Após seção introdutória ao Sistema Financeiro Nacional (ponto 1.1) e seus respectivos subsistemas (normativo e de intermediação, correspondentes aos pontos

1.1.1 e 1.1.2), este capítulo tratará sobre o regime jurídicos dos Fundos de Investimento brasileiros e concluirá com breve análise dos princípios de governança corporativa, nos pontos 1.2 e 1.3, respectivamente.

## 1.1 O SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Eduardo Fortuna (2014) fornece conceituação abrangente ao Sistema Financeiro como:

[u]m conjunto de instituições que se dedicam de alguma forma ao trabalho de propiciar condições satisfatórias para a manutenção de um fluxo de recursos entre poupadores e investidores. O mercado financeiro, onde se processam essas transações permite que um agente econômico qualquer (um indivíduo ou empresa), sem perspectivas de aplicação em algum empreendimento próprio, da poupança que é capaz de gerar (denominado como um agente econômico superavitário), seja colocado em contato com outro, cujas perspectivas de investimento superam as respectivas disponibilidades de poupança (denominado como um agente econômico deficitário) ”. (FORTUNA, 2014, p.16).

Tendo em vista a origem romano-germânica de nosso ordenamento jurídico, o Sistema Financeiro Nacional (SFN) está amplamente fundamentado no direito positivo, isto é, nas legislações e nas instruções normativas dos órgãos criados por leis. O mais importante dispositivo legal referente ao Sistema Financeiro Nacional, dada sua superioridade hierárquica sobre as demais fontes de direito, é o Aritgo 194 da carta magna brasileira. Veja-se:

Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram. (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 40, de 2003)

Das leis complementares que disciplinam o Sistema Financeiro Nacional (SFN), destaca-se a lei 4.595, de 31/12/1964, que é o seu diploma legal básico. No artigo 1º da referida lei, afirma-se que o SFN será estruturado e regulado por suas disposições e, em seus incisos, afirma que o SFN será constituído pelo Conselho Monetário Nacional; Banco Central do Brasil S.A.; Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico; das demais instituições financeiras públicas e privadas. As principais contribuições desta lei, segundo Fortuna (2014, p.15) foram a criação do

CMN e do Banco Central do Brasil, bem como a estruturação das normas operacionais, rotinas de funcionamento e procedimentos de qualificação.

O seguinte quadro elenca as principais normas aplicáveis ao Sistema Financeiro Nacional e suas respectivas contribuições:

Quadro 5 – Principais Normativas legais e infra-legais e respectivas contribuições ao Sistema Financeiro Nacional

Instrumento	Principal Contribuição para o SFN
Lei da Correção Monetária (4.357/64)	A lei instituiu normas para a indexação de débitos fiscais, criou títulos públicos federais com cláusula de correção monetária (ORTN) - destinados a antecipar receitas, cobrir déficit público e promover investimentos
Lei do Plano Nacional da Habitação (4.380/64)	Foi criado o Banco Nacional da Habitação (BNH), órgão gestor do também criado Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE, destinado a fomentar a construção de casas populares e obras de saneamento e infra-estrutura urbana, com moeda própria (UPC - Unidade Padrão de Capital) e seus instrumentos de captação de Recursos - Letras Hipotecárias, Letras Imobiliárias e Cadernetas de Poupança. Posteriormente, a esses recursos foram adicionados os Fundos de Garantia por Tempo de Serviço - FGTS
Lei do Mercado de Capitais (4.728/65)	Estabelecidos normas e regulamentos básicos para a estruturação de um sistema de investimentos destinado a apoiar o desenvolvimento nacional e atender à crescente demanda por crédito.
Lei da CVM (6.385/76)	Criada a Comissão de Valores Mobiliários - CVM -, transferido do Banco Central a responsabilidade pela regulamentação e fiscalização das atividades relacionadas ao mercado de valores mobiliários (ações, debêntures etc.)
Lei das S.A. (6.404/76)	Estabelecidas regras claras quanto às características, forma de constituição, composição acionária, estrutura de demonstrações financeiras, obrigações societárias, direitos e obrigações de acionistas e órgãos estatutários e legais.
Nova Lei das S.A. (10.303/01), Decreto 3.995 e MP 8, todos de 31/10/2002	Consolidados os dispositivos da Lei da CVM e da Lei das S.A., melhorando a proteção aos minoritários e dando força à atuação da CVM como órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais, incluindo os fundos de investimento e os mercados de .

Continua ....

Continuação.

<p>Resolução CMN 3.040, de 28/11/2002, e seus regulamentos anexos</p>	<p>Estabelecidas as regras para disciplinar os requisitos e procedimentos para a constituição, autorização para funcionamento, transferência de controle societário e reorganização societária, bemcomo o cancelamento da autorização para funcionar de instituições financeiras e demais entidades equiparadas que precisam de autorização prévia do BC, para operar no país.</p>
---	--

Adaptado de Eduardo Fortuna (2014, pp.15-16).

Observadas as disposições legais supracitadas, pode-se afirmar que o SFN comporta dois subsistemas: o normativo, composto pelas instituições reguladoras do SFN; e o de intermediação, respondendo aos bancos comerciais e de investimento, as sociedades de crédito, assim como operações de financiamento e investimento (MENESES e MARIANO, 2011, p.1).

#### 1.1.1 Subsistema normativo

Segundo Assaf Neto (2009, p.36), o sistema Normativo é constituído por “ [...] instituições que estabelecem, de alguma forma, diretrizes de atuação das instituições financeiras operativas e controle de mercado”. Isto é, enquanto as legislações apresentadas no ponto anterior têm competência para estruturar os órgãos e instrumentos do SFN, as instituições apresentadas a seguir dispõe dos meios para regular atividades de forma mais específica, de acordo com suas respectivas competências.

##### 1.1.1.1 Conselho Monetário Nacional (CMN)

Segundo o Artigo 2º da lei 4.595/64, o Conselho Monetário Nacional (CMN) tem como finalidade formular a política da moeda e do crédito, objetivando o progresso econômico e social da nação. Sendo a entidade superior do sistema financeiro, tem suas competências elencadas nos incisos do artigo 3º da lei supracitada, sendo eles:

- I - Adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento;
- II - Regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais;
- III - Regular o valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamento do País, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira;

IV - Orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas; tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do País, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional;

V - Propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos;

VI - Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras;

VII - Coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa.

Outras competências do CMN, dispostas nos incisos do Artigo 4º da referida lei, são dependentes das diretrizes estabelecidas pelo Presidente da república, o seguinte quadro elenca resumidamente as principais atribuições do Conselho Monetário Nacional:

Quadro 6 - Outras competências do Conselho Monetário Nacional (CMN)

I - Autorizar as emissões de papel-moeda	II - Estipular índices e outras condições técnicas sobre encaixes, mobilizações e outras relações patrimoniais a serem observadas pelas instituições financeiras;	III - Estatuir normas para as operações das instituições financeiras públicas, para preservar sua solidez e adequar seu funcionamento aos objetivos da lei 4.595/64;
IV - Estabelecer condições para que o Banco Central da República do Brasil emita moeda-papel de curso forçado;	V - Expedir normas gerais de contabilidade e estatística a serem observadas pelas instituições financeiras;	VI - Fixar, até quinze (15) vezes a soma do capital realizado e reservas livres, o limite além do qual os excedentes dos depósitos das instituições financeiras serão recolhidos ao Banco Central da República do Brasil ou aplicados de acordo com as normas que o Conselho estabelecer;
VII - Aprovar os orçamentos monetários, preparados pelo Banco Central da República do Brasil, por meio dos quais se estimarão as necessidades globais de moeda e crédito;	VIII - Delimitar, com periodicidade não inferior a dois anos o capital mínimo das instituições financeiras privadas, levando em conta sua natureza, bem como a localização de suas sedes e agências ou filiais;	IX - Decidir da estrutura técnica e administrativa do Banco Central da República do Brasil e fixar seu quadro de pessoal, bem como estabelecer os vencimentos e vantagens de seus funcionários, servidores e diretores, cabendo ao Presidente deste apresentar as respectivas propostas;

Continua ....

Continuação.

<p>X - Determinar as características gerais das cédulas e das moedas;</p>	<p>XI - Determinar recolhimento de até 60% (sessenta por cento) do total dos depósitos e/ou outros títulos contábeis das instituições financeiras,</p>	<p>XII - Conhecer dos recursos de decisões do Banco Central da República do Brasil;</p>
<p>XIII - Fixar as diretrizes e normas da política cambial, inclusive quanto a compra e venda de ouro e quaisquer operações em Direitos Especiais de Saque e em moeda estrangeira;</p>	<p>XIV - Enviar obrigatoriamente ao Congresso Nacional, até o último dia do mês subsequente, relatório e mapas demonstrativos da aplicação dos recolhimentos compulsórios</p>	<p>XV - aprovar o regimento interno e as contas do Banco Central do Brasil e decidir sobre seu orçamento e sobre seus sistemas de contabilidade, bem como sobre a forma e prazo de transferência de seus resultados para o Tesouro Nacional;</p>
<p>XVI - Disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e as operações creditícias em todas as suas formas;</p>	<p>XVII - Regulamentar, fixando limites, prazos e outras condições, as operações de redesconto e de empréstimo, efetuadas com quaisquer instituições financeiras públicas e privadas de natureza bancária;</p>	<p>XVIII - Aplicar aos bancos estrangeiros que funcionem no País as mesmas vedações ou restrições equivalentes, que vigorem nas praças de suas matrizes, em relação a bancos brasileiros ali instalados ou que nelas desejem estabelecer - se;</p>
<p>XIX - Coordenar a política de que trata o art. 3º desta Lei com a de investimentos do Governo Federal;</p>	<p>XX - Outorgar ao Banco Central da República do Brasil o monopólio das operações de câmbio quando ocorrer grave desequilíbrio no balanço de pagamentos ou houver sérias razões para prever a iminência de tal situação;</p>	<p>XXI - Baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive swaps, fixando limites, taxas, prazos e outras condições.</p>
<p>XXII - Regular a constituição, funcionamento e fiscalização dos que exercerem atividades subordinadas a esta lei, bem como a aplicação das penalidades previstas;</p>	<p>XXIII - Estabelecer normas a serem observadas pelo Banco Central da República do Brasil em suas transações com títulos públicos e de entidades de que participe o Estado;</p>	<p>XXIV - regular os depósitos a prazo de instituições financeiras e demais sociedades autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, inclusive entre aquelas sujeitas ao mesmo controle acionário ou coligadas.</p>

Continua ....

Conclusão..

<p>XXV - Limitar qualquer forma de remuneração de operações e serviços bancários ou financeiros, assegurando taxas favorecidas aos financiamentos que se destinem a promover: recuperação e fertilização do solo; reflorestamento; combate a epizootias e pragas, nas atividades rurais; eletrificação rural; mecanização; irrigação; investimento indispensáveis às atividades agropecuárias;</p>	<p>XXVI - Autoriza o Banco Central da República do Brasil e as instituições financeiras públicas federais a efetuar a subscrição, compra e venda de ações e outros papéis emitidos ou de responsabilidade das sociedades de economia mista e empresas do Estado;</p>	<p>XXVII - Determinar a percentagem máxima dos recursos que as instituições financeiras poderão emprestar a um mesmo cliente ou grupo de empresas;</p>
<p>XXVIII - Disciplinar as atividades das Bolsas de Valores e dos corretores de fundos públicos;</p>		

Fonte: Elaboração própria a partir da Lei 4.595/64.

Subordinadas à CMN, existem ainda as Comissões Consultivas, também disciplinadas na Lei 4.595/64, nos incisos do artigo 7º. Estas comissões abordam temas variados, como, por exemplo, as comissões Bancária e de Crédito Rural.

#### 1.1.1.2 Banco Central do Brasil (BACEN)

O Banco Central do Brasil (BCB ou BACEN) é o principal poder executivo das políticas traçadas pelo CMN. É um banco fiscalizador e disciplinador do mercado financeiro. O BACEN define regras, limites e condutas das instituições que operam no mercado financeiro. É a instituição gestora do SFN e executora da política monetária, através do controle dos meios de pagamento. (FLEURIET, GALVAO E MENDES, 2011). As disposições que elencam as competências do BACEN são os artigos 10 e 11 da lei 4.595/64.

#### 1.1.1.3 Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

A Comissão de Valores Mobiliários é regrada pela lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, mesma lei responsável por sua criação. O seguinte quadro irá sistematizar o conteúdo dos artigos 1º, 2º e 8º da referida lei, que dispõem, respectivamente sobre as

Atividades Disciplinadas pela CVM, os Valores Mobiliários Sujeitos à CVM e, por fim, as Competências da Comissão de Valores Mobiliários:

Quadro 7 – Atividades disciplinadas e Fiscalizadas, Valores Mobiliários Sujeitos e Competências da CVM

Atividades Disciplinadas e Fiscalizadas pela CVM	Valores mobiliários sujeitos à CVM	Competência da CVM
I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;	I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;	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 - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;	II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;	II - administrar os registros instituídos por esta Lei;
III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos;	III - os certificados de depósito de valores mobiliários;	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 - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores;	IV - as cédulas de debêntures;	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 - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;	V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;	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.
VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;	VI - as notas comerciais;	

Continua ....

## Conclusão.

VII - a auditoria das companhias abertas;	VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;	
VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.	VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes;	
	IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.	

Fonte: Elaboração própria a partir da Lei 6.385/76

## 1.1.1.4 Outros órgãos integrantes do subsistema normativo

Outros órgãos integrantes do subsistema normativo são as chamadas Instituições Especiais, sendo elas: O (1) Banco do Brasil (BB), o (2) Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e a (3) Caixa Econômica Federal (CEF). Além destes, também participes do subsistema normativo, tem-se ainda: (4) o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) e (5) a Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Vale ressaltar que há divergência doutrinária no que concerne o BB, o BNDES e a CEF serem partícipes do subsistema de Intermediação ou Normativo; para Eduardo Fortuna (2014) os três institutos deveriam compor o subsistema de intermediação, Assaf Neto (2009) argumenta em sentido contrário.

(1) O BB é uma S.A. de capital misto, cujo controle acionário é exercido pelo Governo Federal. Segundo Assaf Neto (2009), por decisão do CMN, o privilégio do Banco do Brasil como emissor de moeda, por meio do acesso direto à conta movimento do Tesouro Nacional foi extinta em 1986. De acordo com o autor, contudo, hoje, o Banco do Brasil mantém três competências centrais, como: A primeira função seria de Agente Financeiro do Governo Federal exercendo políticas de crédito e financeiras; A segunda função é de Banco Comercial, ao exercer as atividades características dessas instituições; A terceira função do BB é a de Banco de Investimento e Desenvolvimento ao operar, em determinadas modalidades, com créditos de médio e longo prazo. A principal novidade relacionada ao BB, ressaltada por Eduardo Fortuna (2014), é que a

partir da entrada em vigor da Lei 11.908/09, os bancos públicos (BB e Caixa) podem comprar bancos privados, possibilidade vedada até então.

(2) O BNDES, por outro lado, se sujeita ao regime de direito público, por ser empresa pública Federal vinculada ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. É o instrumento do Governo Federal responsável pelos investimentos de longo prazo. Uma curiosidade é o fato de atualmente ser o principal mecanismo de uma atuação mais forte do Governo na economia, enquanto que nos três governos anteriores à situação, era o responsável por gerir o processo de privatização das empresas estatais.

(3) A Caixa Econômica Federal, por sua vez, de acordo com Assaf Neto (2009), é classificada como órgão auxiliar do Governo Federal na execução da política de crédito. Ainda segundo o autor,

[a] CEF executa, ainda, atividades características de bancos comerciais e múltiplos [...]. Pode também executar operações de arrendamento mercantil e promover o crédito direto ao consumidor, por meio do financiamento de Bens Duráveis. [...] A Caixa Econômica Federal constitui-se [...] no principal agente da SFH [...]. (ASSAF NETO, 2009, p. 41-42).

Vale a nota de que Eduardo Fortuna (2014) não classifica a Caixa Econômica Federal como Agente especial, mas como participante das Demais Instituições Bancárias, não-bancárias e auxiliares, do subsistema operativo (Vide 1.1.2.2).

(4) Segundo Fleuriet, Galvão e Mendes (2006, p.2006), o CRSFN, ou Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, foi “[...] criado pelo Decreto nº 91.152, de 15 de março de 1985, com a competência para julgar em segunda e última instâncias administrativas os recursos interpostos das decisões sobre penalidades administrativas aplicadas às instituições financeiras”.

(5) Por fim, a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) tem por objetivo operar a administração e controle das despesas e receitas públicas. Criada em 1986, por meio do decreto 92.452, tornou-se responsável somente em 1993 “[...] pelo controle e gestão de toda a dívida pública federal interna e externa, mobiliária ou contratual, centralizando em uma única unidade governamental a responsabilidade pelo gerenciamento de todos os compromissos do governo federal” (ASSAF NETO, 2009, p.42).

Outras instituições, apresentadas por Eduardo Fortuna (2014) que também podem ser consideradas como partícipes do sistema normativo são a (6) Superintendência de Seguros Privados, autarquia federal vinculada ao ministério da fazenda, conhecida como SUSEP, e a Superintendência Nacional de Previdência

Complementar, que veio a substituir a antiga SPC em 09 através da Lei 12.154, também conhecida como (7) PREVIC.

#### 1.1.2 Subsistema de intermediação ou operativo

O sistema de intermediação, na terminologia empregada por Assaf Neto (2009) ou subsistema Operativo, terminologia proposta por Fleuriet, Galvão e Mendes (2011), “[...] é constituído pelas instituições autorizadas pelos organismos normativos a funcionar no mercado. Essas instituições dedicam-se à intermediação financeira e/ou à prestação de outros serviços financeiros” (FLEURIET, GALVÃO e MENDES, 2011, p.31). Ainda segundo Fleuriet, Galvão e Mendes (2011, p.32), denomina-se este subsistema de sistema de intermediação por que, “ao executarem as determinações dos órgãos de regulação e fiscalização do SFN, realizam a intermediação financeira, ou seja, captam recursos de poupadores (pessoas físicas e jurídicas) e emprestam aos devedores (pessoas físicas e jurídicas)”. O subsistema operativo divide-se, na classificação de Eduardo Fortuna (2014), em Agentes Especiais e Demais Instituições Bancárias, não-Bancárias e auxiliares.

#### 1.1.3 Agentes especiais

Ver ponto 1.1.1.4.

#### 1.1.4 Demais instituições bancárias, não-bancárias e auxiliares

As demais instituições bancárias, não-bancárias e auxiliares, segundo Eduardo Fortuna (2014, p.18) são: Bancos Comerciais e Múltiplos com Carteira Comercial; Bancos Regionais de Desenvolvimento; Bancos Cooperativos e Cooperativas de Crédito; Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo, composto por bancos múltiplos com carteira imobiliária, sociedade de crédito mobiliário, associações de poupança e empréstimo; Sociedade de Crédito Financiamento e Investimento; Bancos Múltiplos com carteiras de investimento de aceite ou *leasing*; Bancos de Investimento; Sociedade de Crédito ao Microempreendedor; Sociedades de Arrendamento Mercantil; Agências de Fomento; Companhias Hipotecárias; Bolsas de valores/Bolsas de Mercadorias e Futuros; Corretoras e Distribuidoras de Valores Mobiliários/ Agentes Autônomos; Sociedades de Investimento, Fundos de Investimento, Clubes de

Investimento; Empresas de *Factoring* administradoras de cartões de crédito e consórcios; Entidades Abertas de Previdência Complementar, Entidades Fechadas de Previdência Complementar, Seguradoras, Sociedades de Capitalização e Sociedades Administradoras de Seguro de Saúde; SELIC, CETIP, COMPE, CBL, CLC, Instituições e Sistemas de Registro, Liquidação e Custódia de Título.

## 1.2 OS FUNDOS DE INVESTIMENTO BRASILEIROS

Fundos de investimento são “[a]plicações em carteiras específicas dos bancos ou *asset management* segundo o perfil do investidor. Os fundos são compostos de diferentes papéis, como títulos públicos, títulos privados (debêntures de empresas), ações e papéis do Banco Central. A diferença entre os fundos advém da composição desses papéis em sua carteira” (FLEURIET, GALVÃO e MENDES, 2005).

Roberto Germanos (2009), em brilhante dissertação de mestrado apresentada à Faculdade de Direito da USP, descreveu o processo de crescimento no número de Fundos de Investimento no final da década de 90 e início dos anos 2000, retirando trecho da obra:

Os dados mais recentes sobre a indústria de fundos de investimento no Brasil, tomada em seu todo, indicam a existência de um total de 8.292 fundos no mês de dezembro de 2008.<sup>1</sup> Esse número retrata um desenvolvimento considerável. Em 1953, existiam, no Brasil, 23 companhias de investimento, as formas embrionárias dos fundos. Em 1970, já eram cerca de 60 os fundos de investimento, em sua maioria constituídos na forma de condomínio.<sup>2</sup> Mais recentemente, em 1999, contavam-se cerca de 2.600 fundos de investimento,<sup>3</sup> que em 2005 saltaram para 5.646.<sup>4</sup>

Em termos de volume, o mercado atual registra que pouco mais de dez milhões de quotistas<sup>5</sup> investem nesses 8.292 fundos. A pujança desse mercado fica evidente, ao compararmos os valores históricos (não ajustados) do patrimônio desses fundos: em 1994, ano da criação do Plano Real, eram cerca de R\$ 48.000.000.000,00 (quarenta e oito bilhões de reais). Cinco anos

<sup>1</sup> In ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTOS. Boletim ANBID Fundos de Investimento, ano 4, ed. 33, jan. 2009. Disponível em: <[http://www.anbid.com.br/documentos\\_download/fundos\\_investimentos/boletins\\_mensais/Boletim\\_De08.pdf](http://www.anbid.com.br/documentos_download/fundos_investimentos/boletins_mensais/Boletim_De08.pdf)>. Acesso em: 15 jan. 2009.

<sup>2</sup> In RUIZ ALONSO, Félix. Os fundos de investimentos. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 10, n. 1, p. 65, 1971.

<sup>3</sup> GAGGINI, Fernando Schwarz. Fundos de investimento no direito brasileiro. São Paulo: Leud, 2001. p. 23.

<sup>4</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. 2º Panorama Anual da Indústria Brasileira de Fundos de Investimento. op. cit.

<sup>5</sup> O número de quotistas não reflete necessariamente o de investidores, já que o mesmo investidor, se aplicar em mais de um fundo, é contado como um quotista em cada um deles.

depois, em 1999, os investidores haviam alocado R\$ 175.000.000.000,00 (cento e setenta e cinco bilhões de reais) em fundos de investimento.<sup>6</sup>

Atualmente o mercado doméstico de fundos de investimento anota R\$ 1.094.500.000,00 (um trilhão, noventa e quatro bilhões e quinhentos milhões de reais) em patrimônio líquido, um valor considerável na economia nacional. Para se ter a dimensão do valor, o IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) divulgou que o Produto Interno Bruto do segundo trimestre de 2008 foi de R\$ 716.900.000,00 (setecentos e dezesseis bilhões e novecentos milhões de reais).<sup>7</sup>(GERMANOS, 2009, p.100).

Importante notar que os ‘dados recentes’ colhidos pelo autor são referentes aos anos de 2008 e 2009. Se realizada análise do panorama atual dos Fundos de Investimentos, percebe-se que a tendência – de ascendência do número de Fundos no mercado brasileiro – permaneceu a mesma nos anos subsequentes à dissertação de Roberto Germanos.

Segundo relatório da CVM<sup>8</sup>, em janeiro de 2009 já existiam 9.245 Fundos de Investimento no mercado Brasileiro, valor que subiu para 14.239 em agosto deste ano e, após, segundo o relatório mensal da AMBIMA<sup>9</sup>, alcançou o número de 14.532 Fundos em setembro de 2014. Utilizando das informações disponíveis nas fontes supracitadas entre janeiro de 2009 e setembro de 2014, tem-se o seguinte gráfico<sup>10</sup>:

---

<sup>6</sup> GAGGINI, Fernando Schwarz. op. cit., p. 23.

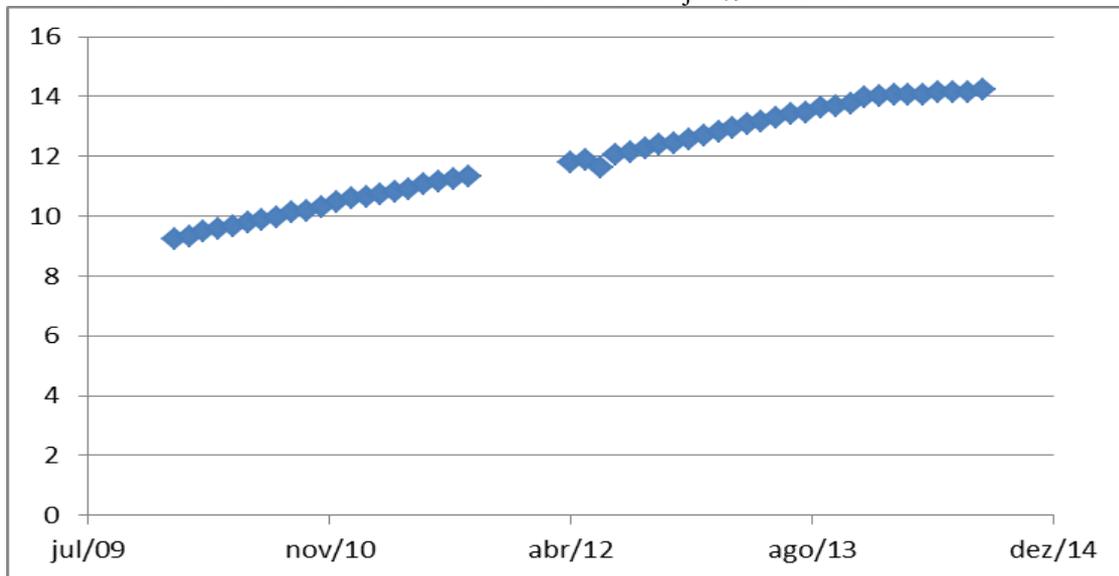
<sup>7</sup> Vale ressaltar que as citações de número 25 a 30 correspondem às citações feitas pelo autor no decorrer de seu texto.

<sup>8</sup> In COMISSÃO DE VALORES MONETÁRIOS, Panorama Mensal de Fundos de Investimentos 2014-2009, disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/public/ASE/icvm/Arquivos2014>>

<sup>9</sup> In ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS, Boletim Ambima, Ano IX - N° 102 - Outubro/2014, disponível em <[http://portal.ambima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fundos-de-investimento/Documents/BoletimFI\\_201410.pdf](http://portal.ambima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fundos-de-investimento/Documents/BoletimFI_201410.pdf)>

<sup>10</sup> O gráfico apresentado se refere ao número de fundos de investimentos no mercado, de acordo com as pesquisas da CVM e ANBIMA; o ponto mais a esquerda representa o mês de julho de 2009; a extrema direita, por sua vez, representa o mês de novembro de 2014. Não constam dados entre o período de outubro de 2011 e março de 2012. O ‘eixo y’ está em proporção de 1 para cada 1000 fundos.

Gráfico 1 – Número de fundos de investimento no Brasil entre jul/09 e dez/14

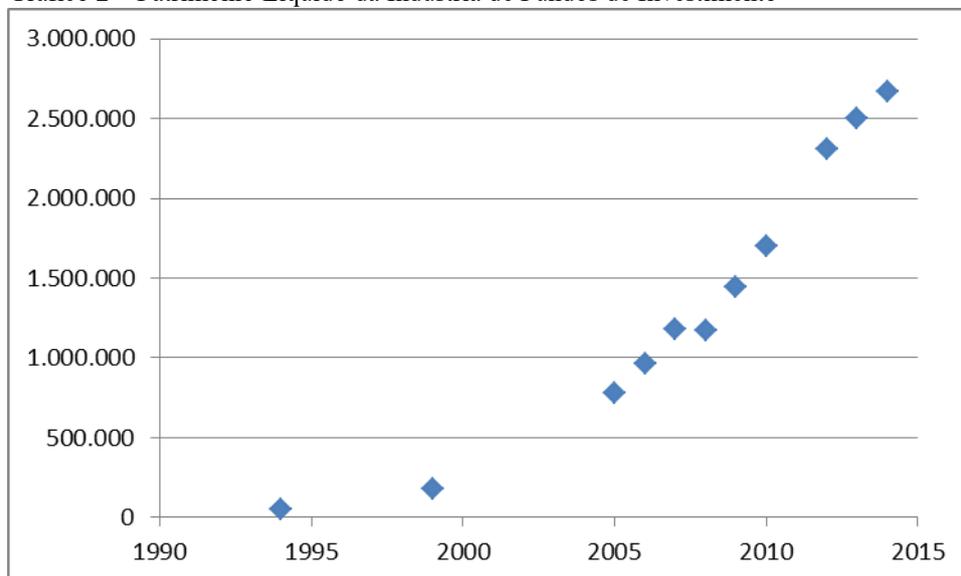


Elaboração própria. Fontes: ABMIMA (2014) e CVM (2014)

De forma análoga, o Patrimônio Líquido também apresenta tendência de crescimento no longo prazo. Se, como indicado por Roberto Germanos (2009), o Patrimônio Líquido, em valores não ajustados, dos Fundos de investimentos foi de R\$48.000.000.000,00 (quarenta e oito bilhões de reais) em 1994; em 1999, o valor do PL saltou para R\$175.000.000.000,00 (cento e setenta e cinco bilhões de reais); já em 2005, o Patrimônio Líquido do mercado doméstico de Fundos de Investimento anotava R\$782.000.000,00 (setecentos e oitenta e dois bilhões de reais); percebe-se evidente continuidade no crescimento em 2013, pois o PL investido foi de R\$2.500.000.000.000,00 (dois trilhões e quinhentos bilhões de reais). O crescimento do patrimônio líquido anual no mercado de fundos de investimento pode ser observado no gráfico a seguir<sup>11</sup>:

<sup>11</sup> Não constam dados entre os anos de 1995-1998, 2000-2004 e 2011. O ' eixo y' está em proporção de R\$1000,00 para cada R\$1,00.

Gráfico 2 – Patrimônio Líquido da Indústria de Fundos de Investimento



Fonte: Elaboração própria a partir da CVM (2014)

A Comissão de Valores Mobiliários, com fundamento nos artigos 2º e 19 da lei 6.385/76, é a responsável por editar instruções que regulamentem os Fundos de Investimento (FI). Até 01 de outubro de 2015, era a instrução 409/04, com alterações introduzidas pelas instruções nº 411/04, 413/04, 450/07, 456/07, 465/08, 512/11, 522/12, 524/12, 536/13 e 549/14, que dispunha sobre as “normas gerais que regem a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento”, como disposto no artigo 1º da instrução comentada. A partir de 01 de outubro do corrente ano, contudo, os fundos de investimento atualmente vigentes terão até a data de 30 de junho de 2016 para adequarem-se às novas normas de constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento, impostas pela Instrução Normativa nº 555/15.

A normativa 409/04 excetua, nos incisos do *caput* do artigo 1º, os dezenove tipos de fundos de investimento não disciplinados pela referida instrução normativa, fundos que passam a ser abarcados pela Instrução Normativa 555/15. Contudo, tendo em vista a separação que continuará a existir até o término do prazo previsto na mais nova instrução normativa, convém, no ponto 1.2.2, breve explanação sobre tais fundos.

A instrução 409/04 solidificou o entendimento doutrinário de Fundos de Investimento como comunhão de recursos, ao afirmar no *caput* do Artigo 2º, que “O

fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”.

Manteve-se, com a Instrução Normativa 555/2015, o entendimento de Fundos de Investimento como “comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros” (Art. 3), lembrando que a referida instrução tornou-se o texto básico sobre os fundos de investimento, aplicando-se “a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, observadas as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos” (Art. 2).

Neste sentido, Eduardo Fortuna (2014) realiza excelente síntese introdutória aos fundos de investimento, nas palavras do autor:

A essência dos Fundos de Investimento é a ideia de condomínio – a aplicação em conjunto -, ou seja, embora os aplicadores tenham o direito de resgatar suas cotas a qualquer momento, nem todos as resgatam ao mesmo tempo, isto é, sempre fica uma grande soma disponível, que pode ser aplicada em títulos mais rentáveis.

Embora destituídos de personalidade jurídica, os Fundos de Investimento são entes capazes de adquirir e transferir direitos, sempre representados por seus administradores. Segundo Arnaldo Wald, trata-se de: “um condomínio de natureza especialíssima, que tem patrimônio próprio, escrita específica, auditoria nas suas contas, representação no juízo e administração por uma espécie de *trustee*. A propriedade dos bens pertence ao Fundo e as cotas é que são de propriedade dos condôminos”.

Assim, os Fundos recebem os recursos investidos por seus cotistas para a compra de ativos que comporão sua carteira. Este patrimônio, constituído por títulos e valores mobiliários, dá lastro à emissão das cotas. Estas, por sua vez, passam à propriedade fiduciária do administrador do Fundo, em virtude de não ter este último personalidade jurídica própria. O administrador age em prol dos cotistas, que são os legítimos proprietários dos ativos que compõem o patrimônio do Fundo e os beneficiários dos retornos obtidos com os investimentos por ele realizados.

As instituições Financeiras Estruturam seus Fundos de acordo com algumas variáveis exógenas determinadas pela CVM como, por exemplo, os limites de composição da carteira de cada tipo de Fundo que, por sua vez, vão determinar o perfil de liquidez do mesmo. Entretanto, vai ser a variável endógena da escolha da composição risco/rentabilidade (retorno) desejada pelo gestor do Fundo que vai criar a “personalidade” de cada Fundo e atrair cada perfil de investidor. (FORTUNA, 2014, p.785).

Pela IN 555/15, os Fundos de Investimentos podem ser constituídos “sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas conforme estabelecido em seu regulamento, ou fechado, em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo” (art. 4º). Aos fundos abertos é facultado o registro de cotas para sua distribuição (art.18º), porquanto aos fundos fechados, referido registro é obrigatório (art. 20º)

### 1.2.1 Fundos de Investimentos Regulamentados pela Instrução 409 da CVM e Posteriores Instruções Modificadoras

Como visto anteriormente, a Instrução Normativa vigente aos Fundos de Investimento é a IN nº 555/15 da CVM. Contudo, os fundos terão um prazo até a data de 30 de junho de 2015 para realizarem as alterações previstas na referida normativa. Dessa forma, a indústria de Fundos de Investimento manterá sua formatação até a referida data, motivo pelo qual torna-se mais compreensiva e pertinente a análise das classificações dos fundos de investimento a partir da instrução normativa anterior (IN 409/04), atentando às eventuais novas regras que passem a incidir sob os respectivos fundos.

Desta forma, percebem-se dos incisos do *caput* do artigo 92 da Instrução Normativa nº 409 da CVM, as sete classificações tradicionais de Fundos de Investimento e Fundos de Investimentos em Cotas, quanto à composição de sua carteira, são eles: Fundo de Curto Prazo; Fundo Referenciado; Fundo de Renda Fixa; Fundo de Ações; Fundo Cambial; Fundo de Dívida Externa; e Fundo Multimercado. Estas sete espécies clássicas de Fundos de Investimento serão descritas no ponto 1.2.1.1.

Além dos fundos supracitados, também disciplinados pela IN nº 409 da CVM, considerados como Fundos de Investimento Específicos, tem-se: Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento; Fundo de Investimento para Investidores Qualificados; Fundo Exclusivo; Fundo de Investimento Previdenciário; Fundo setorial de Investimento em Ações; Fundo Extramercado; Fundo de Investimento de Garantia de Locação Imobiliária; Fundo de Ações Fechado; Carteira Administrada; Fundo *Off Shore*; Clube de Investimento; Fundo de Capital Garantido; e Fundos Hedge. Estas espécies de fundos serão descritas no ponto 1.2.1.2.

Por fim, resta a descrição dos Fundos de Investimento que possuem regulação própria, a ser realizada no ponto 1.2.1.3.

#### 1.2.1.1 Fundos de Investimento Regulamentados pela IN nº409 da CVM entre os artigos 92 e 98

A indústria dos Fundos de Investimento regulamentados entre os artigos 92 e 98 da instrução normativa nº409 da CVM apresentou resultados díspares entre as

diversas espécies de Fundos. De acordo com relatório apresentado pela CVM<sup>12</sup>, no período entre 2005 e 2014, os Fundos de Investimento Referenciado, Cambial, Dívida Externa e Curto Prazo tiveram uma redução em partícipes de, respectivamente, 243 para 208; 57 para 26; 66 para 6; e 51 para 42. Representando um decréscimo significativo na concentração destas indústrias. Por outro lado, todos os outros mercados de Fundos de Investimento tiveram acréscimos significantes em sua concentração industrial: Na renda fixa, de 938 para 1.555 Fundos; Em ações, de 481 para 1.345; em Fundos Multimercado, de 1075 para 3.842.

Contudo, antes de análise mais aprofundada, apontando para o número de quotistas e do Patrimônio Líquido mensal de cada um destes setores, faz-se necessária explanação de o que são e quais são as principais características dos Fundos de Investimento. O seguinte quadro irá sistematizar as informações mais relevantes sobre cada uma das espécies de fundos:

Quadro 8 - Fundos de Investimento Regulamentados pela IN 409 da CVM entre os artigos 92 e 98.

ESPÉCIES	PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS
Fundo de Curto Prazo	Os Fundos classificados nessa classe devem aplicar seus recursos exclusivamente em títulos públicos federais ou privados prefixados ou indexados à taxa SELIC ou a outra taxa de juros; ou em títulos indexados à índices de preços, com prazo máximo a decorrer até o vencimento de 375 dias, e prazo médio da carteira do Fundo (ponderado em valor) inferior a 60 dias. Os Títulos Privados deverão ter seu emissor classificado na categoria de baixo risco de crédito ou equivalente .
Fundo Referenciado	(I) Fundos com, no mínimo, 80% do PL representados por: Títulos de emissão do tesouro Nacional e/ou BC; e títulos e valores mobiliários de renda fixa cujo emissor esteja classificado na categoria baixo risco de crédito ou equivalente [...]; (II) No mínimo 95% da carteira seja composto por ativos financeiros que acompanhem a variação do indicador de desempenho escolhido; (III) Atuação nos mercados de derivativos restringida à realização de operações com o objetivo de proteger posições detidas à vista, até o limite dessas
Fundo de Renda Fixa	Nestes Fundos, os principais fatores de risco devem ser a variação da taxa de juros ou a variação do índice de preços, ou ambos. Devem possuir no mínimo 80% da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativo, ao fator

<sup>12</sup> In COMISSÃO DE VALORES MONETÁRIOS, Panorama Mensal de Fundos de Investimentos 2014-2009, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/public/ASE/icvm/Arquivos2014>, visto em 12/10/14 às 17:48.

Continua ...

Continuação.

	de risco da Renda Fixa.
Fundo de Ações	Nestes Fundos, o principal fator de risco deve ser a variação de preços das ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado. Estes fundos devem possuir, no mínimo, 67% da carteira em ações, <i>units</i> (recibos de ações), bônus ou recibos de subscrição de ações, certificados de depósitos em ações, cotas de Fundos de Ações e cotas de Fundos de Índice de Ações e BDR níveis I, II e III - com suas respectivas restrições.
Fundo Cambial	Nestes Fundos, o principal fator de risco da carteira deve ser a variação na taxa de câmbio da moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial. Devem possuir no mínimo 80% da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativo, ao fator de risco Cambial.
Fundo de Dívida Externa	Os fundos de Dívida externa devem aplicar 80% de seu PL em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União, desde que mantidos no exterior em conta de custódia no Sistema Euroclear ou na Luxclear. Poderá, também, aplicar no máximo 20% de seu PL em outros títulos de créditos transacionados no Mercado Internacional.
Fundo Multimercado	Os Fundos classificados nessa classe devem possuir políticas de investimento que envolva vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em qualquer fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes de ativos previstas na classificação dos Fundos de Investimento. Os fundos Multimercado poderão aplicar em ativos financeiros no exterior, no limite de 20% de seu PL, desde que respeitados os limites de concentração por emissor de título e por modalidade de ativo, estabelecidos pela IN CVM 450.

Fonte: Elaboração própria a partir de Eduardo Fortuna (2014, pp.794-801) e IN 555/15.

Com estes conceitos em mente, passar-se-á à breve análise da tabela que elenca o movimento do número de quotistas, a densidade da indústria e o Patrimônio Líquido disposto por cada uma das espécies de Fundos de Investimento supracitadas entre os anos de 2005 e 2014. Veja-se, na página seguinte:

Tabela 1 - Número de Cotistas, Densidade e PL dos FI regulamentados pela IN 409

	ANO													
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (ago)				
<b>Curto Prazo</b>	Cotistas	66.666	37.309	25.385	24.809	22.793	25.603	32.563	35.941	41.229	43.545			
	PL	20.292	23.426	28.401	37.394	49.111	57.933	75.355	90.814	110.151	128.320			
<b>Referenciado</b>	Densidade	51	43	45	45	40	46	50	41	42	42			
	Cotistas	60.852	40.367	37.579	37.190	36.362	39.127	47.653	50.327	56.999	61.584			
<b>Renda fixa</b>	PL	152.768	169.215	170.314	185.288	201.105	211.606	227.616	232.005	289.667	351.615			
	Densidade	243	233	214	214	214	215	199	190	205	208			
<b>Ações</b>	Cotistas	236.508	201.950	180.025	149.454	119.703	104.093	103.675	108.729	99.936	102.808			
	PL	383.610	450.900	498.804	513.711	590.099	714.361	892.473	1.056.910	1.086.370	1.161.330			
<b>Cambial</b>	Densidade	938	923	904	975	1.044	1.153	1.299	1.376	1.423	1.554			
	Cotistas	1.899.934	2.030.719	2.666.868	2.724.006	2.666.132	2.488.607	2.295.632	2.182.006	2.102.700	758.122			
<b>Divida Externa</b>	PL	50.962	77.133	147.742	106.469	158.918	184.104	176.101	199.100	207.893	211.637			
	Densidade	481	551	698	931	1.026	1.161	1.241	1.296	1.364	1.345			
<b>Multimercado</b>	Cotistas	3.125	2.458	1.256	783	342	379	538	469	982	1.540			
	PL	2.303	1.576	722	814	674	868	904	774	2.133	2.681			
<b>Soma de todas as espécies</b>	Densidade	57	50	38	32	26	27	27	23	23	26			
	Cotistas	1.509	1.030	584	693	349	363	413	1.071	834	730			
<b>TOTAL</b>	PL	3.366	2.483	890	638	418	326	315	379	428	228			
	Densidade	66	58	38	26	16	9	6	6	6	6			
<b>Soma de todas as espécies</b>	Cotistas	64.335	111.329	157.241	132.707	173.410	174.390	163.832	156.938	130.576	115.243			
	PL	138.065	189.337	252.309	248.211	322.576	387.276	408.960	485.558	517.878	555.301			
<b>TOTAL</b>	Densidade	1.075	1.122	1.373	1.681	2.034	2.457	2.937	3.254	3.644	3.842			
	Cotistas	2.332.929	2.425.162	3.068.938	3.069.642	3.019.091	2.832.562	2.644.306	2.535.481	2.433.256	1.083.572			
<b>TOTAL</b>	PL	751.365	914.070	1.099.183	1.092.525	1.322.901	1.556.474	1.781.724	2.085.541	2.214.519	2.391.111			
	Densidade	2.911	2.980	3.310	3.904	4.400	5.068	5.759	6.186	6.707	7.023			

Fonte: Elaboração própria a partir do Relatório da CVM (2014).

Percebe-se que nem sempre que a indústria se torna mais concentrada, o número de cotistas diminui. Em verdade, fenômeno oposto foi observado em várias passagens da tabela, e.g., mesmo com um menor número de Fundos de Investimento, ocorrência de acréscimos no número de cotistas. Em análise rápida, não é possível, também, descrever correlação entre número de cotistas ou de fundos de investimento com o Patrimônio Líquido disponível.

### 1.2.1.2 Fundos de Investimentos Específicos

Os Fundos de Investimentos que serão descritos neste ponto são considerados ‘específicos’ porque são, em sua maioria, conceituações complementares, não excludentes, aos fundos descritos acima. Para sistematizar as várias possibilidades de Fundos de Investimentos Específicos, fez-se o ‘quadro 9’, apresentado a seguir, que elenca as disciplinas jurídicas de cada um dos fundos específicos, assim como suas principais características e principais modificações:

Quadro 9 – Disciplina Legal, Espécies e Características dos Fundos de Investimento Específicos

Disciplinado entre os artigos 109 a 116 da Instrução Normativa 409 da CVM e posteriormente pela IN 555	Fundos para Investidores Qualificados (FIQ)	Fundos destinados, exclusivamente para as aplicações dos Investidores Qualificados (IQ). Estes fundos pertencem sempre a mais de um investidor. Há o requisito de investimento mínimo de um milhão de reais. Os investidores qualificados devem declarar esta condição em termo próprio.
	Fundos Exclusivos (FE)	Todas as classes de Fundos podem ser classificadas como exclusivos desde que sejam constituídos para receber aplicações exclusivamente de um único cotista. Somente IQ podem ser cotistas de FE. São FE fechados o FE com apenas um cotista constituído sob a forma de condomínio fechado, que apresente, no máximo, uma única amortização de cotas a cada período de 12 meses
	Fundo de Investimentos em Cotas de Fundos de Investimento	Estes Fundos devem manter no mínimo 95% de seu PL investido em cotas de Fundos da mesma classe que consta em sua denominação; exceto os Multimercado, que podem investir em quaisquer classes. Representam imensa parte do Patrimônio Líquido dos Fundos Tradicionais.

Continua ....

Continuação.

	Fundo de Investimento Previdenciário	Os Fundos constituídos para receber aplicações exclusivas de recursos: das entidades abertas e fechadas de previdência complementar; regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo DF ou por municípios; e pela PGBL e VGBL
Disciplinado pelas IN 148 e 149 da CVM – Contudo, revogada pela IN 409 da CVM e posteriormente pela IN 555	Fundo Setorial de Investimento em Ações	Estes Fundos investem em ações de empresas de setores específicos da economia ou de empresas que tenham alguma outra característica em comum. Deverá manter ao menos 75% de seu PL investido em ações e debentures pertencentes ao ramo de atividade especificado no estatuto.
Disciplinado pela Resolução 3.284/05 e alterações posteriores	Fundo Extramercado	São Fundos gerenciados pelo BB, criados para receber as aplicações dos excedentes de caixa das empresas públicas e das sociedades de economia mista integrantes da Administração Federal Indireta. No mínimo 75% em Títulos Públicos de emissão do Tesouro, no máximo 25% em CDB e/ou RDB.
Disciplinado pela IN 432 da CVM	Fundo de Investimento de Garantia de Locação Imobiliária -FIGLI	Estes Fundos servem como fiança depositada por inquilinos. Essas carteiras podem funcionar como alternativa mais rentável ao depósito caução em caderneta de poupança e ao seguro-fiança. Apenas bancos poderão oferecer este tipo de fundo. Podem investir em quaisquer ativos.
Disciplinado pela Instrução Normativa 148 da CVM - Contudo, revogada pela IN 409 da CVM e posteriormente pela IN 555	Fundo de Ações Fechado	Nestes Fundos o cotista investe por um período determinado e só pode resgatar a aplicação ao final do período. A única alternativa possível para resgatar é vender para outro investidor. É a opção para o investidor que quer sacrificar segurança e liquidez em troca de maior perspectiva de rentabilidade indireta.
Sem disciplina expressa – Remetendo, portanto à IN 555 da CVM	Carteira Administrada	Serviço sofisticado e personalizado oferecido a clientes com maior volume de recursos e compreende, além de aplicações no mercado de ações, as aplicações em renda fixa, de forma a garantir a maior liquidez ao produto, e aplicações em mercados futuros que garantam maior rentabilidade.
Sem disciplina expressa – Remetendo, portanto à IN 555	Fundo Off Shore	São fundos no exterior que têm a sua sede formalmente localizada no exterior. Os fundos de investimentos podem aplicar 100% dos recursos em ativos no exterior

Continua ....

Conclusão.

da CVM		para quem investir mais de 1 milhão de reais. Quando o investidor sacar, ele terá de pagar 15% de imposto sobre o ganho de capital.
Normalizado pela IN 494/11 da CVM.	Clube de Investimento - CI	Fundo em Condomínio aberto constituído por no mínimo três e no máximo 50 pessoas físicas para aplicação de recursos em títulos e valores mobiliários. Pode ser administrado por CTVM; DTVM; banco de investimento e banco múltiplo com carteira de investimento.

Fonte: Elaboração própria a partir de Eduardo Fortuna (2014, pp. 806-816).

Além destes, ressaltam-se ainda os Fundos de Longo Prazo; Fundo de Crédito Privado; Fundo de Fundos; Fundo de Capital Garantido; e os Fundos de Hedge, figura peculiar, sem disciplina legal específica no direito brasileiro. Para a CVM, instituição reguladora dos fundos citados neste parágrafo, todos são espécies de Fundo Multimercado. Para este trabalho, contudo, dada a especificidade de suas características, os fundos compõem os denominados específicos.

A espécie de Fundos de Investimento Específicos mais relevante são os Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento (FIC-FI), pois apresentam parcela significativa do Patrimônio Líquido dos Fundos de Investimento. De forma semelhante à 'tabela 1', pode-se elaborar outra coletânea de dados sobre os FIC-FI em que constam os números de cotistas, a quantidade de fundos em cada indústria e seus respectivos Patrimônios Líquidos agregados:

Tabela 2 – Número de Cotistas, Densidade e PL dos FICFI

		ANO												2014 (ago)	
		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Fundos de Investimentos em Cotas de Fundos de Investimento	Curto Prazo	Cotistas	666.780	671.737	590.434	647.357	751.604	785.683	778.480	1.018.161	947.920	1.062.031			
		PL	16.323	20.682	25.150	32.893	42.229	49.450	62.679	74.786	91.321	109.331			
		Densidade	79	84	61	72	81	86	88	90	81	81			
	Referenciado	Cotistas	2.231.103	2.158.969	1.860.676	1.854.804	1.775.187	1.774.427	1.820.579	1.631.779	2.159.031	2.534.940			
		PL	115.745	118.203	111.875	117.870	130.131	145.785	159.839	143.719	190.647	238.850			
		Densidade	310	310	282	273	283	282	283	259	259	274			
	Renda fixa	Cotistas	2.441.643	2.156.984	1.886.117	1.517.915	1.534.300	1.564.784	1.940.218	2.088.486	1.799.052	1.825.562			
		PL	184.251	218.370	225.463	221.234	248.626	293.182	377.645	488.709	502.320	557.166			
		Densidade	366	342	375	391	446	457	526	584	628	665			
	Ações	Cotistas	2.188.143	2.266.014	2.530.168	2.473.560	2.489.676	2.488.422	2.397.150	2.540.381	2.490.343	3.748.665			
		PL	3.033	7.258	19.378	11.984	22.732	28.979	29.022	41.807	51.846	54.242			
		Densidade	116	119	240	294	326	427	498	616	735	716			
	Cambial	Cotistas	19.623	14.515	9.443	8.863	8.094	9.070	7.074	6.595	11.142	15.720			
		PL	1.042	725	409	497	479	644	741	621	1.210	1.670			
		Densidade	36	30	28	26	33	32	30	28	25	25			
Divida Externa	Cotistas	278	159	108	1	1	1	1	1	1	1				
	PL	7	4	208	263	338	308	306	348	390	179				
	Densidade	3	2	3	1	1	1	1	1	1	1				
Multimercado	Cotistas	171.872	335.588	483.615	294.794	347.092	346.291	323.813	337.833	378.661	333.195				
	PL	118.256	169.340	233.894	186.761	229.865	270.139	272.735	355.532	365.543	341.041				
	Densidade	1.836	2.146	3.369	3.049	2.880	3.243	3.305	3.589	4.075	3.987				
Soma de todas as espécies	Cotistas	7.719.164	7.603.807	7.360.453	6.797.293	6.905.953	6.968.677	7.267.314	7.623.235	7.786.149	9.520.114				
	PL	438.651	534.578	616.169	571.238	674.062	788.179	902.661	1.105.175	1.202.887	1.302.478				
	Densidade	2.743	3.031	4.355	4.105	4.049	4.527	4.730	5.166	5.803	5.749				
<b>TOTAL</b>															

Fonte: Elaboração própria a partir do Relatório da CVM (2014).

Ressalta-se o acréscimo percebido no período na quantidade de Fundos em Cotas existentes, com breves declínios durante a crise financeira de 2008 e 2009; Fenômeno semelhante no Patrimônio Líquido total, que diminuiu somente no ano de 2008 em relação ao ano anterior. O número total de cotistas, por sua vez, somente recuperou o número de 2005 em 2013, sendo possível observar grande salto neste ano de 2014.

### 1.2.2 Fundos de Investimentos com Regulamentação Própria

A Instrução Normativa 409 da CVM elenca exhaustivamente nos incisos do parágrafo único do artigo 1º, os XIX Fundos de Investimentos que possuem regulação. Tendo em vista o grande número de espécies de Fundos de Investimento, nesta seção discutir-se-á com maior profundidade, somente, aqueles de maior relevância no Patrimônio Líquido da Indústria de Fundos de Investimento. Somente os Fundos de Investimento que têm mais de R\$5.000.000,00 (cinco milhões de reais) em PL, em 2014, terão seus dados analisados e suas características descritas. Os demais fundos serão, somente, elencados no seguinte quadro (os Fundos cujos nomes estão em negrito serão abordados a seguir):

Quadro 10 - Fundos com Regulação Própria

<b>I – Fundos de Investimento em Participações;</b>	<b>II – Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações;</b>	<b>III – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios;</b>	IV – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social;
V – Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios;	VI – Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional;	<b>VII – Fundos Mútuos de Privatização – FGTS;</b>	VIII – Fundos Mútuos de Privatização – FGTS – Carteira Livre;

Continua ....

Continuação.

IX – Fundos de Investimento em Empresas Emergentes;	X – Fundos de Índice, com Cotas Negociáveis em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado;	XI – Fundos de Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - Capital Estrangeiro;	XII – Fundos de Conversão;
<b>XIII – Fundos de Investimento Imobiliário;</b>	XIV – Fundo de Privatização - Capital Estrangeiro;	XV – Fundos de Mútuos de Ações Incentivadas;	XVI – Fundos de Investimento Cultural e Artístico;
XVII – Fundos de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras;	XVIII – Fundos de Aposentadoria Individual Programada – FAPI;	<b>XIX – Fundos de Investimento em Diretos Creditórios Não-Padronizados.</b>	

Fonte: Elaboração própria a partir da Instrução Normativa 409 da CVM.

#### 1.2.2.1 Fundos de Investimento em Participações e Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em participações. (FIP e FIC/FIP)

Também conhecida como Fundo de *Private Equity*, tem como objetivo principal investir em empresas que necessitem de recurso para crescer e tenham um potencial de retorno promissor. Isto não significa, contudo, que os empréstimos são somente para empresas nascentes, como os Fundos de Capital-Semente, mas, pelo contrário, para firmas em vários estágios de desenvolvimento. Há dificuldade, contudo, na mensuração do valor de suas ações, pois estas não são negociadas, por vezes em bolsas de valores. (FORTUNA, 2014).

A constituição e principais características dos Fundos de Investimento em Participação constam no Capítulo II da IN 391 CVM de 2003; as principais informações sobre estes fundos são: sua constituição em condomínio fechado; comunhão de recursos destinados à aquisição de valores mobiliários, participação do processo decisório da companhia investida por meio da (i) detenção de ações que integrem o bloco de controle, (ii) celebração de acordo de acionista e (iii) celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao Fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão; Investidores qualificados; companhias fechadas investidas deverão atender a práticas de boa governança; entre outros.

Buscando um panorama da presença desta espécie de Fundos de Investimentos no cenário brasileiro, a seguinte tabela elenca o Patrimônio líquido e o número de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios entre os anos de 2005 e 2014, veja-se:

Tabela 3 - Patrimônio Líquido e Quantidade de Fundos de Investimento em Participações entre os anos de 2005 e agosto de 2014

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (ago)
<b>PL em Milhares</b>	2453	8925	21711	24160	44264	61356	80387	104575	140052	140389
<b>Quantidade</b>	27	44	96	152	257	317	416	461	629	585

Elaboração própria. Fonte relatório da CVM (2014)

Percebem-se quão relevantes são os Fundos de Investimento em Participações, dado o valor do Patrimônio Líquido desta indústria específica de Fundos; são mais de cento e quarenta bilhões de reais (R\$ 140.389.000.000). É válida a anotação, para vias de comparação, de que há somente quinze anos que o Patrimônio Líquido de toda a indústria de Fundo de Investimentos, em valores não corrigidos, era de cento e setenta e cinco bilhões de reais (R\$ 175.000.000.000). Todavia, percebe-se, também, dos dados acima, um decréscimo inédito na quantia de FIP no mercado brasileiro entre 2013 e 2014.

Existem, ainda, os Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações, que deverão aplicar 90% de seu patrimônio em cotas de FIP, bem como em cotas de Fundos de Investimento em Empresas Emergentes. A seguinte tabela elenca o Patrimônio Líquido e a Quantidade de FIC/FIP:

Tabela 4 - Patrimônio Líquido e Quantidade de Fundos de Investimento em Cotas de FIP entre os anos de 2005 e agosto de 2014

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (ago)
<b>PL em Milhares</b>	N.D.	685	753	1112	1643	3571	4902	5278	7090	7728
<b>Quantidade</b>	1	1	1	3	16	14	26	32	41	43

Fonte: Elaboração própria a partir da Relatório da CVM (2014)

Os dados das tabelas 3 e 4, que, em análise imediata, indicam relação positiva entre o número de Fundos de Investimentos e o tamanho do Patrimônio Líquido nos respectivos mercados.

### 1.2.2.2 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC e FIDC/NP)

Também conhecidos como Fundos de Recebíveis, os FIDC foram criados com o objetivo de dar liquidez ao mercado de crédito, reduzindo o risco e ampliando a oferta de recursos. A existência dos FIDC é atribuída à resolução 2907 do Banco Central, que, resolve, em seu Artigo 1º:

Art. 1º Autorizar a constituição e o funcionamento, nos termos da regulamentação a ser baixada pela Comissão de Valores Mobiliários no prazo máximo de quinze dias contados da data da entrada em vigor desta resolução:

I - de fundos de investimento em direitos creditórios, destinados preponderantemente à aplicação em direitos creditórios e em títulos representativos desses direitos, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como nas demais modalidades de investimento admitidas na referida regulamentação;

II - de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios, que devem ter por objetivo a aplicação de recursos em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios.

Parágrafo 1º A administração do fundo somente pode ser exercida por banco múltiplo, por banco comercial, pela Caixa Econômica Federal, por banco de investimento, por sociedade de crédito, financiamento e investimento, por sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários.

Parágrafo 2º A regulamentação referida neste artigo deve prever, no mínimo, o seguinte:

I - possibilidade de aplicação de recursos no fundo apenas por investidores qualificados, considerada a definição constante da regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários relativamente aos fundos de investimento destinados exclusivamente a esses investidores;

II - necessidade de classificação do fundo ou dos direitos creditórios e dos títulos representativos desses direitos integrantes da respectiva carteira por agência classificadora de risco em funcionamento no País;

III - requisitos de diversificação das aplicações do fundo;

IV - regras de valorização da carteira do fundo e de cálculo do valor das quotas desse;

V - condições de emissão e de resgate de quotas do fundo e sistemática de crédito de rendimentos;

VI - valor mínimo para a realização de aplicações no fundo;

VII - possibilidade de pactuação das garantias relativamente aos direitos creditórios e aos títulos representativos desses direitos integrantes da carteira do fundo;

VIII - necessidade de manutenção, de forma segregada, de registros analíticos contendo informações completas sobre toda e qualquer modalidade de negociação realizada entre a instituição administradora e o fundo;

IX - vedação à instituição administradora de:

a) prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma nas operações praticadas pelo fundo, inclusive quando se tratar de garantias prestadas às operações realizadas em mercados de derivativos;

b) utilizar ativos de sua própria emissão ou coobrigação como garantia das operações praticadas pelo fundo;

c) efetuar aporte de recursos no fundo, de forma direta ou indireta, a qualquer título, ressalvada a hipótese de aquisição de quotas do mesmo;

X - sistemática de divulgação de informações aos condôminos.

Parágrafo 3º As regras de que trata o parágrafo anterior, inciso IV, devem ser estabelecidas mediante a utilização de metodologia de apuração do valor de mercado dos direitos creditórios, dos títulos representativos desses direitos e

dos demais ativos financeiros e modalidades de investimento integrantes da respectiva carteira, de acordo com critérios consistentes e passíveis de verificação, amparada por informações externas e internas que levem em consideração aspectos relacionados ao devedor, aos seus garantidores e às características da correspondente operação.

Parágrafo 4º As vedações de que trata o parágrafo 2º, inciso IX, abrangem os recursos próprios das pessoas físicas e das pessoas jurídicas controladoras da instituição administradora, das sociedades por elas direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum, bem como os ativos integrantes das respectivas carteiras e os de emissão ou coobrigação dessas.

Parágrafo 5º Excetuam-se do disposto no parágrafo anterior os títulos de emissão do Tesouro Nacional, os títulos de emissão do Banco Central do Brasil e os créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, além dos títulos públicos estaduais, integrantes da carteira do fundo.

Parágrafo 6º Fica facultada a contratação de pessoa jurídica para gerir a carteira do fundo e/ou para administrar os direitos creditórios e os títulos representativos desses direitos a ele pertencentes, sem prejuízo da responsabilidade da instituição administradora e do diretor ou sócio-gerente designado.

O texto legal supracitado explicita várias das regras que regulam os FIDC e FICFIDC, tais como os possíveis administradores destes fundos (parágrafo 1º) e a necessidade de qualificação de investidores qualificados (inciso I, parágrafo 2º), entre outras regulamentações. A instrução da CVM a que o texto legal se refere no *caput* do artigo é a IN 356/01.

A seguinte tabela elenca o Patrimônio líquido e o número de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios entre os anos de 2005 e 2014, veja-se:

Tabela 5 – Patrimônio Líquido e Quantidade de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios entre os anos de 2005 e agosto de 2014

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (ago)
PL em Milhares de R\$	14862	20180	29528	28956	30390	38619	N.D.	45169	43105	37365
Quantidade	101	146	171	171	267	248	N.D.	281	290	287

Fonte: Elaboração própria a partir da Relatório da CVM (2014)

Vale ressaltar, ainda, a existência de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados, os FIDC-NP, que representam quantia significativa de Patrimônio Líquido desta Indústria. Os FIDC-NP são regulados pela IN CVM 444/06, de acordo com Fortuna (2014, p.845) “[...] são aqueles cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios não padronizados”. São nove as hipóteses de direitos creditórios não padronizados passíveis de serem adquiridos pelos FIDC-NP, os sete primeiros dispostos nos incisos do Parágrafo 1º do Artigo 1º da IN 444/06 CVM, quais sejam:

- I – que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo;
- II – decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações;
- III – que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia;
- IV – cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco;
- V – originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial;
- VI – de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; e
- VII – de natureza diversa, não enquadráveis no disposto no inciso I do art. 2º da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001.

E os dois últimos disciplinados nos incisos do Parágrafo 2º do mesmo artigo, desta Instrução normativa, sendo eles:

- I – o FIDC cuja carteira de direitos creditórios tenha seu rendimento exposto a ativos que não os créditos cedidos ao fundo, tais como derivativos de crédito, quando não utilizados para proteção ou mitigação de risco; ou
- II – o Fundo de Investimento em Cotas de FIDC que realize aplicações em cotas de FIDC-NP.

A seguinte tabela elenca o Patrimônio líquido e o número de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios Não-Padronizados entre os anos de 2005 e 2014, veja-se:

Tabela 6 – Patrimônio Líquido e Quantidade de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados entre os anos de 2005 e agosto de 2014

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (ago)
PL em Milhares	-	-	-	10473	25184	20249	N.D.	21114	37957	30806
Quantidade	-	-	-	31	62	57	N.D.	85	113	131

Fonte: Elaboração própria a partir da Relatório da CVM (2014)

Os dados das tabelas 5 e 6, que, em análise imediata, indicam relação positiva entre o número de Fundos de Investimentos e o tamanho do Patrimônio Líquido nos respectivos mercados.

### 1.2.2.3 Fundos Mútuos de Privatização (FMP-FGTS)

Os Fundos Mútuos de Privatização estão disciplinados pela Instrução Normativa 279 da CVM e suas posteriores alterações. O artigo 1º da referida instrução assim dispõe:

Art. 1º O Fundo Mútuo de Privatização - FGTS, constituído sob a forma de condomínio aberto, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de valores mobiliários no âmbito do Programa Nacional de Desestatização, instituído pela Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, e de Programas Estaduais de Desestatização, mediante aprovação prévia, em ambos os casos, do Conselho Nacional de Desestatização - CND.

Parágrafo único. O Fundo Mútuo de Privatização - FGTS será formado, exclusivamente, por recursos de pessoas físicas participantes do FGTS, diretamente ou por intermédio de Clubes de Investimento - FGTS, conforme a regulamentação da CVM, que façam sua opção por esse investimento, nos termos da Lei nº 9.491/97 e do Decreto nº 2.430/97

Desta disposição, tiram-se algumas noções basilares à essa espécie de Fundo de Investimento: Forma de condomínio aberto; comunhão de recursos destinados à aquisição de valores mobiliários no âmbito do Programa Nacional e Estadual de Desestatização; formado exclusivamente por pessoas físicas ou Clubes de Investimentos.

Outras peculiaridades destes fundos é a possibilidade de se investir até 50% do saldo do FGTS disponível por trabalhador; o saque dos recursos, contudo, respondem às mesmas regras do FGTS, com exceção do saque para a compra da casa própria. De acordo com a CVM <sup>13</sup>, a primeira aplicação de um FMP-FGTS deverá ser exclusivamente em valores mobiliários adquiridos no âmbito do Programa Nacional de Desestatização ou dos Programas Estaduais de Desestatização, mediante aprovação do CND (Conselho Nacional de Desestatização), dez por cento, contudo, poderão ser aplicados em títulos públicos federais para garantia de liquidez.

Há, ainda, a possibilidade de transferência, após decorrido o prazo de seis meses da data da venda, o para outro tipo de fundo (FGTS Carteira Livre), no qual tenha liberdade para aplicar os recursos disponíveis da forma que ele julgar mais conveniente; neste prazo de seis meses, contudo, o trabalhador deve ter por objeto valores mobiliários de um único emissor.

A próxima tabela elenca o Patrimônio líquido e o número de Fundos Mútuos de Privatização FGTS – FMP/FGTS entre os anos de 2005 e 2014, veja-se:

Tabela 7 – Patrimônio Líquido e Quantidade de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS entre os anos de 2005 e agosto de 2014

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (ago)
-----	------	------	------	------	------	------	------	------	------	---------------

<sup>13</sup> Disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/protinv/fgtsfaq.asp#privafgts>. Visto em 05/11/2014 às 20h 42.

PL em Milhares	8.916	11.031	18.909	8.873	13.317	11.194	8.062	7.254	5.642	5.771
Quantidade	100	97	94	95	94	90	93	89	88	88

Elaboração própria. Fonte relatório da CVM (2014).

Percebe-se redução no número de Fundos Mútuos de Privatização atuantes no mercado brasileiro; uma queda de doze por cento no período analisado. O Patrimônio Líquido, contudo, não aparenta acompanhar o movimento do número de Fundos, apresentando maior instabilidade, em especial no período da crise financeira entre 2007 e 2008.

#### 1.2.2.4 Fundos de Investimento Imobiliário (FII)

Os Fundos de Investimento Imobiliário, de acordo com Eduardo Fortuna (2014, p.854), pretendem ser agentes formadores de poupança estável e de longo prazo. Aplicações nestes fundos tem a pretensão de ter alta liquidez e baixos riscos, sendo, desta forma, aos olhos do investidor, “uma aplicação que tem a segurança de um imóvel aliada à liquidez de um título mobiliário”.

A regulamentação destes fundos está estabelecida na Lei 8.668/93 e na Instrução Normativa 472 da Comissão de Valores Mobiliários, com as respectivas alterações posteriores. Algumas considerações importantes relacionadas aos Fundos de Investimento Imobiliários são: os fatos de que o cotista não pode resgatar seu dinheiro, mas deverá vender a terceiros sua cota; por ser fechado, estes Fundos só começam a operar quando a quantia mínima de cotas, estabelecidas em regulamento próprio, foram vendidas, desta forma, entrantes retardatários à colocação primária, terão de adquirir as cotas em bolsas de valores ou em mercado de balcão organizado.

A seguinte tabela elenca o Patrimônio líquido e o número de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) no mercado brasileiro entre os anos de 2005 e 2014:

Tabela 8 – Patrimônio Líquido e Quantidade de Fundos Mútuos de Privatização - FGTS entre os anos de 2005 e agosto de 2014

Ano		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (ago)
PL em Milhares		2.453	2.880	3.270	3.786	5.149	8.321	17.748	40.256	53.809	55.690
Quantidade		63	67	71	73	89	101	141	183	225	243

Fonte: Elaboração própria a partir da Relatório da CVM (2014)

Assim como nas tabelas 3, 4, 5 e 6, correspondentes, respectivamente aos mercados de Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimentos em Cotas de Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados, percebe-se correlação positiva entre o Patrimônio Líquido da indústria e o número de participantes.

## **2 O SISTEMA FINANCEIRO AMERICANO NÃO-BANCÁRIO E OS FUNDOS DE INVESTIMENTO NESTE ORDENAMENTO JURÍDICO**

A função das instituições financeiras é acertar as preferências das pessoas que possuem excessos de recursos com as preferências das pessoas que estão com recursos em falta. Desta forma, as instituições financeiras provêm serviços financeiros essenciais, tais como: serviços de pagamento; de liquidez; de divisibilidade, *transformation maturity*, reserva de valor, economias de informação e partilha de riscos.. (CARMICHAEL, 2002, pag. 4).

As bases institucionais do sistema regulatório americano já possuem mais de um século de idade. Tendo em vista que os maiores avanços no sentido de regulamentação deste mercado nos Estados Unidos nasceram em resposta às crises e ao próprio desenvolvimento do mercado, o sistema americano tende a ser complexo e fragmentado. A estrutura regulatória americana, não obstante as alterações legais mais recentes em resposta à crise financeira de 2007-2008 ( crise do *sub-prime*, que teve como resposta o ‘*Dodd-Frank Act*’), continua muito semelhante ao momento anterior à crise. O sistema financeiro americano é fundamentalmente funcional, de forma que os produtos e as atividades financeiras são geralmente regulamentadas de acordo com as suas funções ou produtos que disponibilizam aos consumidores. (SANDERS, 2013)

Para prestar os seus serviços, o sistema financeiro americano, de acordo com William H. Wallace (2013, p. 28, tradução livre), divide-se em “ [...] duas grandes categorias – instituições financeiras de depósitos e instituições financeiras não-bancárias.”

As Instituições Financeiras de Depósitos são compostas por bancos comerciais, instituições de poupança e companhias de empréstimo industrial; As

instituições não-bancárias, por sua vez, são os bancos de investimento, as corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, as companhias de seguro, os bancos comerciais, as corretoras de câmbio e os administradores de fundos (*mutual funds, money market funds, hedge funds, private equity funds*, entre outros). (WALLACE, 2013).

Em sentido semelhante ao exposto acima, elencando, contudo, mais categorias em que podem ser dividido o sistema financeiro americano, de acordo com Carletti *et al* (2013, tradução nossa):

[...] quase todos os sistemas financeiros funcionais incluem um Sistema bancário e outro de intermediação, mercados financeiros (mercados de ações e títulos), setor internacional (mercados, intermediações entre outros), e um setor alternativo [...] Um sistema financeiro bem desenvolvido é essencial para permitir que economias explorem a totalidade dos ganhos das trocas econômicas e do comércio.<sup>14</sup>

Este capítulo tratará fundamentalmente sobre as estruturas de mercado do sistema de intermediação e das instituições não-bancárias. As principais características, conceituações e a perspectiva histórica do Sistema Financeiro Não-Bancário Americano serão delineadas no ponto 2.1; os fundos de investimentos no sistema financeiro americano serão, por sua vez, tratados no ponto 2.2.

## 2.1 O SISTEMA FINANCEIRO AMERICANO NÃO-BANCÁRIO

Tendo em vista que o investimento empresarial é uma das chaves para o crescimento econômico, uma questão central para quaisquer sistemas financeiros é a forma como as firmas levantam o capital necessário para realizar os seus investimentos. O vínculo entre crescimento econômico e a sofisticação do sistema financeiro tem intrigado economista a décadas, as principais conclusões retiradas dos estudos feitos com este tema são de que sistemas financeiros mais avançados (em que há grande diversificação de serviços financeiros prestados) podem alocar recursos de forma que as firmas (estrangeiras e nacionais) podem financiar seus investimentos com custos menores. (Carletti *et al*, 2013, tradução nossa).

---

<sup>14</sup> Em inglês, “Almost every financial system includes a banking and intermediation sector, financialmarkets (stock and bond markets), an international sector (markets, intermediation, and others), and an alternative sector including non-market, non-bank financial channels, and associated institutions. A well-developed financial system is essential to permit economies to exploit fully the gains from trade and commerce.”

Nesse interim, as instituições financeiras não-bancárias (IFNBs) complementam a função dos bancos, ao prover serviços que, geralmente, não se adequam à estrutura bancária, diversificando o leque de possibilidades para alocação de recursos. Tendo em vista que os recursos são escassos e as demandas infinitas, a competição aos bancos na prestação de serviços financeiros tende a fracionar os serviços financeiros já existentes e melhor satisfazer os investidores. As instituições não-bancárias costumam se especializar em setores específicos e buscar determinados grupos de pessoas, sobrepondo impedimentos legais e tarifários. (CARMICHAEL, 2002, p. 18).

Existem duas espécies de instituições financeiras não-bancárias no sistema financeiro americano: A primeira inclui os corretores de ações, ou organizações similares, bancos comerciais e fundos/companhias de investimento. Esses agentes estão envolvidos na mobilização dos recursos financeiros por meio dos mercados monetário e de capital para satisfazer as necessidades de empresas e do governo. Os agentes ora elencados encaram os bancos comerciais como competidores diretos por recursos econômicos na tomada de depósitos e realização de empréstimos. O segundo tipo de instituições financeiras não-bancárias agem na condição de agentes fiduciários, ao gerir os recursos dos clientes, geralmente investindo em instrumentos de mercado financeiro. (KUMAR, 1997, p. 1, tradução nossa)

Os fundos de investimento, que são o objeto de estudo deste trabalho, como já exposto anteriormente, são partícipes das Instituições Financeiras Não-Bancárias. Os fundos de investimento, ou '*investment companies*', caracterizam-se por obter verbas de um grande número de indivíduos e investir seus fundos em ativos líquidos por meio de instrumentos dos mercados monetário ou de capital. (KUMAR, 1997, p.31)

### 2.1.1 Órgãos Públicos Reguladores e Legislação Aplicável aos Fundos de Investimentos no Ordenamento Jurídico Americano

O mercado de valores mobiliários e de 'futuros', nos Estados Unidos da América, são regulados por uma combinação de auto-regulação e fiscalização direta pelos respectivos órgãos governamentais: 'U. S. Securities Exchange Commission' e pela 'U. S. Commodity Futures Trading Commission'. (SANDERS, 2013)

A 'U.S. Securities Exchange Commission', doravante nominada pelo acrônimo 'SEC', como exposto acima, regula o mercado de valores mobiliários e os seus participantes (sociedades/companhias de investimento, corretores, consultores de

investimento *etc.*) . A função desempenhada pela ‘SEC’, nos Estados Unidos, pode ser grosseiramente comparada à função da ‘CVM’, no Brasil. Assim sendo, a missão da ‘SEC’ é proteger os investidores, mantendo um mercado justo, ordenado e eficiente, facilitando o acúmulo de capital. (SANDERS, 2013)

De acordo com o sítio eletrônico da SEC<sup>15</sup>, as leis e regras que governam a indústria de valores mobiliários derivam de conceitos bastantes simples: que todos os investidores, sejam eles grandes instituições ou pequenos investidores privados, devem ter acesso a informações básicas sobre os investimentos que pretendem fazer, bem como fatos básicos sobre aqueles investimentos que já foram feitos. Para atingir tal meta, a SEC requer que companhias que abrem seu capital ao público divulguem informações financeiras fundamentais. Dessa forma, forma-se um ponto de partida semelhante para todos os investidores em termos de informação sobre se devem, ou não, comprar, vender ou manter um determinado valor mobiliário.

Na indústria de valores mobiliários, certas organizações auto-regulatórias possuem responsabilidade de fiscalizar o mercado e seus membros. Para tanto, estabelecem padrões sob os quais as companhias devem conduzir suas atividades, bem como realizam o monitoramento destes padrões e impetram as devidas ações corretivas disciplinares contra os membros que violam as regras impostas pela SEC ou pelos próprios entes da auto-regulação. (SANDERS, 2013)

Foi a partir de 1933, sob a égide do ‘*Securities Act of 1933*’, frequentemente citada como ‘*Truth in Securities Law*’ ou, em português, ‘A Lei da Verdade dos Valores Mobiliários’, que todas as ações de fundos mútuos, incluindo aquelas patrocinadas por bancos (tendo em vista, como visto acima, que o sistema financeiro americano tende a ser Funcional e não Pessoal), devem ser registradas com a SEC. (KUMAR, 1997)

A *Commodity Futures Trading Commission*, doravante designada como CFTC, por sua vez, é o principal regulador dos mercados de futuros, trocas e intermediários. A missão da CFTC é proteger os usuários do mercado de futuros de fraudes, manipulação, práticas abusivas e de riscos sistêmicos relacionados à derivativos e incentivar mercados de futuros hígidos, competitivos e financeiramente estáveis. Da mesma forma que a SEC, a CFTC fiscaliza o registro de intermediários e depende de organizações de auto-regulação para estabelecer e efetivar regras. (SANDERS, 2013)

---

<sup>15</sup> <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml>, visto em 15/11/2015, às 22:12.

Tornando à regulação dos fundos de investimentos nos Estados Unidos, o ‘*Securities and Exchange Act*’, em 1934, passou a exigir que profissionais que vendem ações de fundos mútuos sejam registrados junto à SEC como corretores, tornam-se, então, membros da NASD. Contudo, foi somente com o ‘*Investment Company Act*’ e com o ‘*Investment Advisers Act*’, ambos de 1940, que a SEC passou a regular e supervisionar as operações de todos os fundos mútuos, bem como as atividades desempenhadas pelos consultores de investimentos. (KUMAR, 1997)

Importante exceção às regras do ‘*Securities and Exchange Act*’, do ‘*Investment Company Act*’ e do ‘*Investment Advisers Act*’, são os bancos que vendem ações de fundos de investimentos diretamente ao investidor (sem participação de corretor) que foram isentos dos requerimentos de filiação à NASD e registro na SEC; da mesma forma, os bancos que prestam serviços de consultoria de investimento aos fundos mútuos, podem optar se prestam o serviço o registro junto à SEC. Ainda no que tange os bancos que desempenham atividades de fundos mútuos, tem-se regulações pelas agências regulatórias apropriadas, elencadas a seguir: (a) A OCC supervisiona os bancos nacionais; (b) O *Federal Reserve* supervisiona os bancos ligados ao estado que são membros do *Federal Reserve System* e das *holdings* de bancos; e (c) o FDIC supervisiona os bancos vinculados ao estado que não são membros do *Federal Reserve System*. Tendo em vista que as instituições de poupança não estão insentas da definição de corretores/comerciantes (i.e., a exceção é aplicável somente aos bancos), as vendas de fundos mútuos por agências de poupança não podem ser feitas diretamente por essas instituições. Em consequência, elas devem ser vendidas por meio de corretores/comerciantes que estão registrados na SEC. (KUMAR, 1997)

Após um período de quase sessenta anos sem alterações significativas nas legislações de valores mobiliários, possivelmente em razão de um período de relativa estabilidade dos mercados financeiros americano entre 1945-1997, foi em razão da crise do ‘*dot-com*’, conhecida como o ‘estouro da bolha da internet’, que em 2002 foi assinado o ‘*Sarbanes-Oxley Act*’, doravante denominado como SOX. De acordo com o sítio eletrônico da U.S. Security Exchange Commission<sup>16</sup>, esta lei realizou uma série de reformas que buscaram aprimorar a responsabilidade corporativa, as demonstrações financeiras e combater fraudes contábeis. Além disso, o SOX criou o ‘*Public Company*

---

<sup>16</sup> <http://www.sec.gov/about/laws.shtml>, visto em 15/11/2015, às 23:28.

*Accounting Oversight Board*’, em português, Conselho de Fiscalização Público de Companhias de Contabilidade”, para fiscalizar as atividades de auditoria.

Firmas de classificação de crédito foram criticadas durante a crise do ‘*dot-com*’ por não terem rebaixado as notas de crédito de empresas que estavam prestes a falir tempestivamente. Dessa forma, o SOX também continha diretivas para que a SEC re-examinasse as funções das agências de classificação de crédito no mercado de valores mobiliários. (HOLT, 2008)

Por fim, a última alteração legislativa relevante veio após a crise financeira mundial iniciada em 2007, com o ‘*Dodd-Frank Act*’. Sobre a crise, faz-se necessário pequeno adendo

O Grande Crash, ou crise do *subprime*, sucedeu um período de quase 30 anos de relativa estabilidade no crescimento econômico da sociedade capitalista. Os sinais que apareciam no panorama econômico até 2007 poderiam ser interpretados como o de mais uma crise ‘controlável’, como o foram o ‘*minicrash*’ do Wall Street de 1987 ou da crise ‘*dotcom*’ no final do segundo milênio, que motivou o surgimento da SOX (AMARAL, 2009).

Segundo Amaral (2009, p.120), até então, a “[...] acção determinada das autoridades monetárias americanas tinha restabelecido rapidamente a confiança, tendo-se associado apenas a pequenos episódios recessivos ou meros sobressaltos”.

Quanto às causas da crise, Amaral (2009, p.121) afirma que:

A resposta está na expansão do crédito, que apareceu nesta crise sob a forma de novos produtos financeiros, nomeadamente a securitização de dívida hipotecária e os *swaps* do crédito (muitas vezes conhecidos como ‘derivados’, que ficaram famosos pelas suas siglas inglesas – *CDS: Credit Default Swaps*; ou *CDO: Collateralized Debt Obligations*).

Nassim N. Taleb (2010) apresentou síntese de documentos técnicos relacionados à recente crise financeira em seu *paper* ‘*Why the crisis of 2008 happen?*’. Neste trabalho, o autor delimita cinco causas principais para a crise econômica de 2008, sendo elas: (1) O aumento dos riscos ocultos de eventos de baixa probabilidade, os riscos de cauda, em todos os aspectos da vida econômica; (2) Incentivos falhos e assimétricos que favoreciam ações que ocultavam tais caudas; (3) O aumento na promoção de métodos que ajudavam a esconder os riscos de cauda; (4) Aumento do

papel desempenhado pelos eventos de cauda na vida econômica; (5) Acréscimo na má compreensão dos riscos de cauda.

Em resposta à crise, foi aprovado o do *'Dodd-Frank Act'*. O efeito desta lei, contudo, nas companhias de investimento, foi indireto, tendo em vista que a SEC possui grande influência sobre os fundos mútuos e foi a SEC que foi re-estruturada pela referida lei, não a legislação pertinente aos Fundos de Investimento. Dessa forma, o *'Dodd-Frank Act'*, não possui jurisdição sobre fundos mútuos, mas estabeleceu um comitê de aconselhamento na SEC para adereçar problemas relacionados com a proteção do investidor e requerimentos gerais da organização. A lei, de toda forma, possibilita à SEC a faculdade de executar ações contra companhias de investimento que não cumpram com suas obrigações fiduciárias. Com sua nova divisão de execução, com maior quantidade de pessoal e habilidade de enrijecimento dos membros superiores da SEC, o impacto da regulamentação da SEC tornou-se maior. (SANDERS, 2013)

Somando ao até então exposto sobre o *Dodd-Frank Act*, foram estabelecidas novas responsabilidades regulatórias para o CFTC e a SEC. A legislação em voga autorizou a CFTC a regular *'swaps'* e a SEC regular os *"swaps baseados em valores mobiliários"*, com o objetivo de reduzir o risco, aumentar a transparência e promover integridade ao mercado no sistema financeiro. (SANDERS, 2013)

Com a nova lei, consultores de investimentos privados possuem maiores requerimentos de registro e manutenção de arquivos. Não obstante tais requerimentos, um investimento em um fundo privado pode se mostrar menos arriscado do que em um fundo mútuo, levando em consideração os custos de conformidade legal assumidos pelos fundos. Além disso, o *'Dodd-Frank Act'* estabelece novas regras que governam e regulam as agências de classificação de crédito, dando autoridade adicional à SEC por meio da criação do *'Office of Credit Ratings'*. (SANDERS, 2013)

## 2.2 INVESTMENT COMPANIES

Como bem atenta Cruz (2009, p. 2), “[o]s fundos de investimento não são uma criação exclusivamente jurídica. Sua origem é antes um fato fundado nas necessidades econômicas que um fenômeno originado na comunidade jurídica e por ela introduzido no Mundo.” Neste sentido, a autora (CRUZ, 2009, p.2) alerta ainda ao fato de que foi próprio mercado, a partir de uma demanda nascente, que criou “[...] um veículo dotado

de flexibilidade e, ao mesmo tempo, envolto em segurança jurídica, que permitisse a união de recursos econômicos destinados ao investimento, oferecendo melhores resultados financeiros em razão de uma maior mitigação de riscos aos investidores, motivou a criação dos fundos de investimento. ”

Germanos (2009, p. 109), afirma que

Nos Estados Unidos, o debate sobre a determinação da natureza jurídica do fundo não é de igual interesse, pois, além de se reconhecer com maior facilidade o conceito de dupla propriedade, a forma jurídica dos esquemas coletivos de investimento pode ser das mais variadas (*trusts, limited liability companies, corporations*). Do ponto de vista estatal norte-americano, o que conta é a adequação ao tipo *investment company*, para fins de enquadramento na *Investment Company Act*.

Feitos os apontamentos acima, vale ressaltar que a companhia de investimento moderna teve seu início nos Estados Unidos em 1920, quando os impedimentos legais para que uma empresa detivesse ações de outra deixaram de existir. Com a prosperidade das firmas e com o acréscimo do valor de ações comuns, pequenos e médios investidores passaram a se interessar no mercado de ações. Estabelecidos os corretores, os bancos de investimetnos e os demais membros da comunidade financeira, as companhias de investimento passaram a se tornar um conceito mais popular, ao mesmo tempo que os valores mobiliários das companhias de investimento passaram a serem distribuídos. (*Division of Investment Management, 1992, p. xvii, tradução nossa*).

Desta forma, retornando aos conceitos elaborados nas primeiras seções deste capítulo, companhias de investimento são um tipo de Instituições Financeiras Não-Bancárias, que tem como característica fundamental obter recursos de um grande número de indivíduos e investir estes fundos em ativos financeiros líquidos na forma de instrumentos dos mercados monetário e de capital. (KUMAR, 1997)

Quando o ‘*Investment Company Act*’, de 1940, foi aprovado, o formato mais comum das companhias de investimento era o de Administração de Capital Fixo/Fechado (Sociedade por ações). Nesta época, os Fundos de Capital Aberto (sociedades em conta de participação) eram uma novidade; contudo, desde então, os fundos mútuos, isto é, de capital aberto, tornaram-se cada vez mais populares. Em 1960, os fundos de capital aaberto já representavam mais de oitenta por cento dos ativos da indústria de companhias de investimentos. Em 1995, os fundos de capital aberto já representavam mais de noventa e cinco por cento dos ativos da indústria de fundos de investimentos. (KUMAR, 1997, p. 32, tradução nossa).

Companhias de investimento, de acordo com o ‘Investment Company Act’ (1940, sec.4, tradução nossa) são divididas em três classes principais, sendo elas:

(1) “Companhias de investimento com certificados de valor nominal fixo” que é uma companhia de investimento que participar, ou propõe participar, de um negócio em que se emitem certificados de valor nominal fixo do tipo do estabelecimento, ou que participou deste negócio e possui um certificado excepcional. (2) “‘Trust’ de Investimento de Unidades”, que significa uma companhia de investimento que (a) está organizada sobre a forma de um *Trust*, contrato de custódio, agência ou formato jurídico similar, (b) não possui um conselho de diretores e (c) emite somente valores mobiliários resgatáveis, cada qual representa uma fração indivisa dentro de uma unidade de valores mobiliários especificados, mas que não inclui um *Trust* com votação; (3) Companhias de Administração, sendo quaisquer outras companhias de investimento que não sejam as de Certificado de Valor Nominal Fixo e os *Trusts* de Investimento em Unidades.

### 2.2.1 Mutual Funds

Em tradução literal para o português os ‘*mutual funds*’ chamar-se-iam ‘fundos mútuos’; são melhor compreendidos, contudo, quando denominados *Open-end Funds*, isto é, Fundos de Fins Abertos. Esta espécie de fundos de investimentos, costumeiramente, emite e resgata ações de propriedade de forma contínua; estas ações, por sua vez, não vão ao mercado secundário, mas são adquiridas diretamente da companhia que as emite, desta forma, neste encadeamento de ideias, os Fundos de Fins Abertos tem um acréscimo de capital e ativos sempre que suas ações são vendidas e um decréscimo de capital e ativos quando suas ações são re-adquiridas pelo fundo. (ANDERSON, BORN E SCHNUSEMBER, 2010,)

Os Fundos de Fins Abertos são negociados de diversas formas, investidores podem comprar as ações diretamente do fundo ou por meio de corretores licenciados. A regulação securitária exige que, antes da venda das ações deste gênero de fundos, exista um prospecto disponível aos investidores em potencial. Neste prospecto, serão detalhados a filosofia de investimento do fundo, a avaliação de risco no investimento, bem como divulga as taxas de gerenciamento previstas, a política de re-investimento de dividendos, a política de resgate de ações, desempenho passado. O prospecto deve ser atualizado quadrimestralmente. (ANDERSON, BORN E SCHNUSEMBER, 2010,)

### 2.2.2 Closed-End Investment Companies

*Closed-End Investment Funds*, ou ainda, *Closed-end Funds* (CEF's), em português, Fundos de Capital Fixo/Fechado, não emitem e resgatam continuamente suas ações de propriedade, diferentemente dos Fundos de Fins abertos. Nesta espécie de financiamento, inicialmente, há uma oferta pública de ações, que é precedida por um prospecto semelhante ao requerido nos Fundos de Finalidade Aberta. (ANDERSON, BORN E SCHNUSEMBER, 2010,)

A principal diferença dos Fundos de Finalidade Fechada em relação aos Fundos de Fim Aberto é que após as suas ações são disponibilizadas ao público, o fundo investe a receita da oferta pública inicial de acordo com a política estabelecida no prospecto, contudo, não são vendidas novas ações aos acionistas, nem mesmo são possíveis resgate das ações dos investidores iniciais. Para obter novas ações após a oferta pública tenha sido completada, um investidor tem que adquirir ações de outros investidores no mercado secundário. Isto é, ao contrário dos Fundos de Finalidade Aberta, não há quaisquer relações formais entre o preço da ação e os ativos do fundo. (ANDERSON, BORN E SCHNUSEMBER, 2010, )

### 2.2.3 Unit Investment Trusts

Frequentemente chamadas de UITs, essas companhias de investimento oferecem um *portfolio* não gerenciado de valores mobiliários, sem quadro de diretores. Os UITs são criados por um período específico de tempo e possuem um *portfolio* fixo de ativos. Além disso, os valores mobiliários em posse das UITs não serão vendidos, nem novas ações serão compradas, a não ser em situações excepcionais tais como no caso de falência de uma *holding*. UITs são montadas por um patrocinador e vendidas por meio de corretores aos investidores. Geralmente, emitem *unidades* (ações) por um determinado período de tempo antes de que o prazo da primeira oferta se feche. (ANDERSON, BORN E SCHNUSEMBER, 2010,)

De acordo com Loader (2007), os UIT's em existência hoje tendem a fazer parte de uma das seguintes categorias: (i) Fundos de Valores Mobiliários; (ii) Fundos de Propriedade; (iii) Fundos de Opções e Futuros; (iv) Fundos de Garantia; (v) Fundo no Mercado Monetário; (vi) Fundos 'Guarda-chuva'. Como observa-se de seu nome, essa espécie de fundos de investimento está inscrita sob a lei de '*trusts*', não de '*companies*'.

Loader (2007), reforçando os mecanismos de compra e venda de unidades, ressalta que as unidades das UIT's são compradas e vendidas por meio de um gerente

do fundo. As unidades são adquiridas por um valor superior (preço de oferta) do que quando são repassadas (preço de venda). Os fundos arrecadados pelo *'spread' da companhia* (diferença entre o preço da oferta e de venda), bem como os lucros derivados dos investimentos, são utilizados pelo administrador do *'trust'* para comprar ações variadas, que são agregadas e catalogadas em unidades, que terão seu valor avaliada em acordo com o investimento feito . Os valores destas unidades estão positivamente correlacionados com o valor total do fundo, que, por sua vez, altera-se em respeito às mudanças nos valores dos ativos do fundo.

#### 2.2.4 Exchange Traded Funds

Exchange Traded Funds, são conhecidos, no mercado financeiro brasileiro, como Fundos de Índices; no contexto americano, são companhias de investimento registradas sob o Ato das Companhias de Investimento de 1940 e possuem estruturas funcionais seja como fundos de fins abertos, seja como UIT's. Independentemente da estrutura organizacional, todos os ETFs existentes emitem ações somente em grandes blocos chamados de “unidades de criação”. (ANDERSON, BORN E SCHNUSEMBER, 2010,)

#### 2.2.5 Hedge Funds

Hedge Funds são parcerias privadas limitadas que aceitam dinheiro de investidores e investem em uma seleção de valores mobiliários. Estes fundos empregam estratégias de negociação usando de instrumentos financeiros e podem, ou não, usar de alavancas financeiras. (ANDERSON, BORN E SCHNUSEMBER, 2010,)

Nos *Hedge Funds* existem os sócios *gerais* e os sócios *limitados*. O Sócio *geral* é o indivíduo ou entidade que começa o *hedge fund* e também é aquele que administra a atividade comercial e as operações cotidianas do fundo. Os sócios limitados fornecem a maior parte do capital mas não participam na atividade administrativa do fundo. (ANDERSON, BORN E SCHNUSEMBER, 2010,)

Os *Hedge Funds* são similares aos Fundos de Finalidade Aberta em alguns aspectos, em outros, contudo, diferem significativamente. Os *Hedge Funds*, por exemplo, não precisam registrar sua atividade sob as leis de valores mobiliários federais Americanos. Eles não são obrigados a se registrarem porque geralmente aceitam

somente investidores financeiramente sofisticados, isto é, não oferecem ações para o público leigo. Não obstante, os *Hedge Funds* estão sujeitos às previsões da lei federal anti-fraude de valores mobiliários. (ANDERSON, BORN E SCHNUSEMBER, 2010,)

### 3 CONCLUSÃO

Em face do exposto nos capítulos ‘1’ e ‘2’ deste trabalho, depreendem-se as principais características, funções e subclassificações dos Fundos de Investimentos nos ordenamentos jurídicos brasileiro e americano. Há de se ressaltar, contudo, a tendência internacional em aproximação do mercado financeiro, em especial do sistema não-bancário, de práticas de governança corporativa. Veja-se:

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2014), Governança Corporativa é

[...] o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

O IBGC (2014) elenca ainda quatro princípios basilares: (i) Transparência; (ii) Equidade; (iii) Prestação de Contas / *Accountability*; (iv) Responsabilidade corporativa. Segundo Zingales (2008) e Tirole (2006), a noção de Governança Corporativa surgiu na primeira metade do século XX, com o livro *The Modern Corporation and Private Property*, de Berle e Means (1932)<sup>17</sup>, apesar do termo *Corporate Governance* (traduzido para Governança Corporativa) ter surgido apenas em meados da década de 80.

Zingales (2008) define um Sistema de Governança como

[...] o complexo conjunto de restrições que moldam a negociação *ex post* sobre quasi-rendas geradas no curso de um relacionamento. O principal papel neste sistema é desempenhado pelo contrato inicial. Mas o contrato, muito provavelmente, será incompleto, no sentido de que ele não irá especificar completamente a divisão de superávits em cada uma das contingências possíveis [...]. Isso cria uma distinção interessante entre decisões tomadas *ex ante* (quando as duas partes entraram no relacionamento e investimentos irreversíveis foram realizados) e *ex post* (quando as quasi-rendas são divididas).<sup>18</sup> (ZINGALES, 2008, p.2).

<sup>17</sup> Daniel James realizou breve comentário sobre o livro clássico de 392 páginas de Berle e Means para o *Indiana Law Journal*, Volume 8, Issue 8, disponível em <http://www.repository.law.indiana.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5120&context=ilj>. Acesso em 04/11/2014 às 21:29.

<sup>18</sup> Em inglês, “[...] *the complex set of constraints that shape the ex post bargaining over the quasi-rents generated in the course of a relationship. A main role in this system is certainly played by the initial contract. But the contract, most likely, will be incomplete, in the sense that it will not fully specify the division of surplus in every possible contingency [...]. This creates an interesting distinction between decisions made ex ante (when the two parties entered a relationship and irreversible investments were sunk) and ex post (when the quasi-rents are divided).*”

De acordo com Jean Tirole (2006), a literatura econômica sobre Governança Corporativa trabalha com um conceito restrito, por estar preocupado somente com o retorno dos investidores; não obstante, a visão dominante na academia, em economia,

[...] articulada, por exemplo, nos trabalhos sobre o assunto de Shleifer e Vishny (1997) e Becht et al (2002), afirma que a governança corporativa está relacionada aos ‘modos em que os fornecedores financeiros das corporações asseguram-se que receberão um retorno em seus investimentos’. De forma semelhante, ela está preocupada com as maneiras que uma corporação pode disputar fundos de investidores exteriores crivelmente e, assim, atrair financiamentos externos.<sup>19</sup> (TIROLE, 2006, p.35).

Percebe-se, portanto, convergência de regras no que tange o mercado financeiro internacional, no que tangem a transparência, responsabilização e o respeito ao interesse dos ‘*stake-holders*’. Neste sentido, seja por meio de um sistema embasado no *common-law*, como o é o americano, ou na *civil law*, como o é o brasileiro, vê-se direcionamento no sentido da governança corporativa nos setores não-bancários das principais economias do mundo.

Retornando à organização da indústria de Fundos de Investimentos, tem-se uma evidente diferença no que concernem os métodos regulatórios escolhidos pelos americanos e pelos brasileiros. Abre-se muito mais espaço para a auto-regulação, por meio de entes privados, enquanto que o sistema jurídico brasileiro é notadamente mais centrado na autoridade pública, desta forma, a CVM tende a instituir e buscar racionalizar as instituições públicas por meio de suas normativas, atuando de modo semelhante a agências reguladoras de forma geral. A regulação americana, por sua vez,

---

<sup>19</sup> Em inglês, “articulated, for example, in Shleifer and Vishny’s (1997) and Becht et al.’s (2002) surveys on the topic, is that corporate governance relates to the “ways in which the suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.” Relatedly, it is preoccupied with the ways in which a corporation’s insiders can credibly commit to return funds to outside investors and can thereby attract external financing.”

## REFERÊNCIAS

ANDERSON, S. C., BORN J. A. e SCHNUSEMBE, O. *Closed-End Funds, Exchange Traded Funds and Hedge Funds, Origins Functions and Literature*, Volume 18, Springer, 2010

ASSAF Neto, A. Mercado Financeiro – Exercícios e Prática. Editora Inside Books, São Paulo, 2009.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS, Boletim Ambima, Ano IX - N° 102 - Outubro/2014, disponível em <[http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fundos-de-investimento/Documents/BoletimFI\\_201410.pdf](http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/fundos-de-investimento/Documents/BoletimFI_201410.pdf)>, visto em 13/10/2014 às 13:30.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTOS. Boletim ANBID Fundos de Investimento, ano 4, ed. 33, jan. 2009. Disponível em: <[http://www.anbid.com.br/documentos\\_download/fundos\\_investimentos/boletins\\_mensais/Boletim\\_De08.pdf](http://www.anbid.com.br/documentos_download/fundos_investimentos/boletins_mensais/Boletim_De08.pdf)>. Acesso em: 15 jan. 2009.

BAGWELL, K. The Economic Analysis of Advertising. Handbook of Industrial Organization, Volume 3 Edited by M. Armstrong and R. Porter © 2007 Elsevier B.V. All rights reserved

BIAZI, J. P. O. O impacto da governança corporativa no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. XI Concurso de Monografias da CVM, 2013.

BOLFE, C. “Análise da Negociabilidade das Ações das Empresas com a Adesão ao Novo Mercado da Bm&Fbovespa”, XI concurso de monografias da CVM, 2013.

COMISSÃO DE VALORES MONETÁRIOS, Panorama Mensal de Fundos de Investimentos 2014-2009, disponível em

<http://www.cvm.gov.br/port/public/ASE/icvm/Arquivos2014>, visto em 12/10/14 às 17:48.

Dictionary of Business Terms, Third Edition, Barron's Educational Series, Inc., 250 Wireless Boulevard Hauppauge, New York 11788, 2000.

FLEURIET, M. GALVÃO A. MENDES, L. Mercado Financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços. Rio de Janeiro – 3ª impressão – 2006.

FORTUNA, E. Mercado Financeiro, Produtos e Serviços. 19ª edição, revista, atualizada e ampliada, Rio de Janeiro : Qualitymark Editora, 2014.

GERMANOS, R. P. i. Hedge Funds: Análise Jurídica no Direito Brasileiro e Comparado. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito USP, São Paulo, 2009.

GREMAUD, A. P. et al. Manual de economia, Editora Saraiva, 2012

GUSSO, E. GIACOMETTI, Celso. ÁLVARES, Elimar. Governança Corporativa, um modelo brasileiro, Rio de Janeiro : Elsevier, 2008

JULLIEN, B. ÉCONOMIE INDUSTRIELLE , Encyclopædia Universalis [en ligne], visto em 27/08/2014. URL : <http://www.universalis.fr/encyclopedie/economie-industrielle>.

MANSFIELD, E. Microeconomia: teoria e aplicações. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1980.

MELLO, P. B. de; SOUSA NETO, J. A. de; A Governança Corporativa e a Agregação de Valor ao Preço das Ações: Um Estudo Setorial.

PEARCE, D. W. The MIT Dictionary of Modern Economics Pearce, The MIT dictionary of modern economics / edited by David W. Pearce and Robert Shaw. -4th ed.

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. Microeconomia. 5 ed. São Paulo: Makron Books, 2006.

REIS, L. Dictionary of Financial and Business Terms. Lico Reis – Consultoria & Línguas

ROSSETTI, J. P. Introdução à Economia. 20. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

\_\_\_\_\_ et al. Finanças Corporativas Teoria e Prática Empresarial no Brasil, Rio de Janeiro : Elsevier, 2008.

RUTHERFORD, D. Routledge Dictionary of Economics, Second Edition, Routledge, Taylor & Francis Group, London and New York, 2002.

SANDRONI, P. Novíssimo Dicionário de Economia. Editora Best Seller, Círculo do Livro Ltda, São Paulo, 1999

TIROLE, J. The Theory of Corporate Governance. Princeton University Press. 2006

The Ultimate Business Dictionary, Defining the World of Work, Perseus Publishing, 2003 by Bloomsbury Publishing Plc, 11 Cambridge Center, Cambridge.

VASCONCELLOS, M. A. S.; ECONOMIA, Micro e macro. 5ª Edição. 2011.

ZINGALES, L. "corporate governance." The New Palgrave Dictionary of Economics. Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan, 2008. The New Palgrave Dictionary of Economics Online. Palgrave Macmillan. 30 December 2008 <[http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008\\_C000370](http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde2008_C000370)>doi:10.1057/9780230226203.0323