BRUNO BASTOS BECKER

FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL
Anatomia funcional e análise crítica regulatória

Tese de Doutorado

Orientador: Prof. Doutor Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Universidade de São Paulo

Faculdade de Direito

São Paulo

2019

BRUNO BASTOS BECKER

FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL
Anatomia funcional e análise crítica regulatória

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Prof. Doutor Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa.

Universidade de São Paulo

Faculdade de Direito

São Paulo

2019

**Serviço de Processos Técnicos da Biblioteca da
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**

Becker, Bruno Bastos

Fundos de Investimento no Brasil: anatomia funcional e análise crítica regulatória / Bruno Bastos Becker – São Paulo: B. B. Becker, 2019. – São Paulo, 2019.

315 f. ; 30 cm.

Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

Orientador: Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa.

1. Fundo de Investimento. 2. Análise Econômica. 3. Regulação. 4. Mercado de Capitais. 5. CVM. I. Gouvêa, Carlos Pagano Botana Portugal. II. Título.

BRUNO BASTOS BECKER

FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL

Anatomia funcional e análise crítica regulatória

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Prof. Doutor Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa.

São Paulo, ____ de _____ de 2019.

Nome:

Nome:

Nome:

Nome:

Nome:

AGRADECIMENTOS

Este trabalho é o resultado de cinco anos de descobertas – acadêmicas e pessoais. Faltariam linhas e adjetivos para agradecer a todos que, de alguma forma, contribuíram para sua concretização.

Inicialmente, agradeço à Universidade de São Paulo. Há sete anos, quando cheguei em São Paulo, encontrei nessa excepcional instituição novos mestres, novos amigos e novos sonhos. Sou muito grato pela formação gratuita e de qualidade.

Agradeço ao meu orientador e amigo Professor Carlos Portugal Gouvêa. Um mestre em todos os sentidos da palavra, que, muito além da orientação no desenvolvimento desta tese, compartilhou comigo a paixão e o respeito pela sala de aula, pelo dinheiro público e por toda comunidade acadêmica. Ensinou-me que academia é troca e não monopólio. Muito obrigado pela confiança, em todas as formas que ela se mostrou nesses últimos anos.

Igualmente, e não menos importante, agradeço à magnífica Professora Mariana Pargendler, exemplo inigualável de dedicação e seriedade na pesquisa jurídica no Brasil, com quem tive o privilégio de pesquisar e com quem aprendi a questionar. Muito obrigado pelas inúmeras contribuições – diretas e indiretas – a este trabalho.

Agradeço aos membros da banca de qualificação, Professora Juliana Krueger Pela e Professor Otavio Yazbek, pelas sérias e dedicadas contribuições ao projeto e à pesquisa ora apresentada, espero que elas estejam aqui refletidas. Na pessoa deles, agradeço a todos os demais professores e mestres que contribuíram com o desenvolvimento deste trabalho.

Aos meus pais, Cleys e Francisco, pelo amor e apoio incondicional. Deram-me raízes profundas e asas fortes, e, quando eu mais precisei, mostraram-me o real significado de amor. Ao meu marido Alfredo, parte dessa descoberta pessoal, por me dar amor que não sabia existir e me apoiar nesse período de abdições. Igualmente, aos meus irmãos Brenno e Leticia, que, a distância, me acompanham.

Pela inestimável contribuição a este trabalho, agradeço aos amigos Anna Binotto Massaro, Danilo Alves Souza, Ezequiel Farjeldines, Gabriel Takahashi, José Carlos Berardo, Marcos Ueda, Marília Cruz Ávila, Rafael Bresciani, Stephanie Penereiro,

Vinicius Fadanelli. Na pessoa deles, agradeço a todos os amigos que, de alguma forma, colaboraram com a elaboração deste trabalho.

Ainda, este trabalho não teria sido o mesmo sem experiências profissionais. Se o direito não é nada sem compreender a realidade, a academia não é nada se não olhar para os problemas reais da sociedade. Por isso, agradeço ao Barbosa, Müssnich e Aragão Advogados, à FGV Direito SP, ao Souto Correa Advogados e à Abbott. Em todas essas instituições, tive o privilégio de conviver e aprender com profissionais incríveis, aos quais agradeço em especial à Barbara Rosenberg, ao Professor Bruno Salama, ao José Carlos da Matta Berardo, aos colegas Vinícius Fadanelli, Clarissa Yokomizo e à Isabella Maciel de Sá.

Por fim, agradeço às instituições que colaboraram para a concretização deste trabalho. À Yale University pela incomparável e engrandecedora experiência acadêmica, em especial ao Professor John Morley, com quem muito debati acerca deste trabalho. Ao Instituto Max Planck de Direito Privado e Comparado, pela maravilhosa estrutura de pesquisa. Agradeço aos colegas de diretoria no IDERS e na ABDE pelo aprendizado contínuo e pela paixão à análise econômica do direito, em especial ao professor e amigo Luciano Benetti Timm.

RESUMO

BECKER, Bruno Bastos. *Fundos de investimento no Brasil: anatomia funcional e análise crítica regulatória*. 315 p. Tese de doutorado – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019

Fundos de investimento são entidades recentes, com relevância econômica crescente nas últimas décadas, e que possuem funções macro e microeconômicas. Da perspectiva macroeconômica, servem como instrumento de desenvolvimento e de crescimento econômico. Da perspectiva microeconômica, desempenham diversas e distintas funções, dispostas em um amplo espectro, sem haver, no entanto, tipos claramente determinados. O problema central do trabalho é que, no Brasil fundos de investimento tornaram-se entidades jurídicas com contornos definidos, e utilizadas para diversos fins. A tese defendida é de que fundos de investimento são, de fato, entidades de natureza econômica, definidas pelas finalidades macro e microeconômicas, independentemente das estruturas jurídicas e regulatórias. A proposta de sistematização da teoria e da prática internacional a partir de três perspectivas (do investimento, do investidor, e da administração) demonstra haver uma certa divisão do espectro funções microeconômicas: de um lado, os fundos tradicionais (*e.g.*, fundos mútuos ou de varejo) e, de outro, os fundos alternativos (*e.g.*, fundos *private equity* e *hedge*). Essa divisão identificada é, em parte, acompanhada pelas estruturas jurídicas e regulatórias, sendo distintas para ambas as funções microeconômicas identificadas. Fundos tradicionais, que ofertam participações ao público, tendem a ser regulados e ter características mínimas definidas. Fundos alternativos, que são restritos a investidores sofisticados e são ofertados de forma restrita, tendem a ser menos regulados, com foco principal na administração. A pesquisa empírica demonstra que, no Brasil, os fundos de investimento são utilizados para diversas finalidades, além daquelas costumeiramente identificadas na prática internacional. Por exemplo, 46% dos fundos possuem somente um investidor, 72% dos fundos possuem até 20 investimentos e mais de 70% do patrimônio líquido dos fundos é administrado por quatro grandes bancos comerciais brasileiros. Após a análise empírica, o trabalho propõe a análise de fundos de investimento em dois níveis: da existência e da regulação. No nível da existência são identificados elementos básicos mínimos para fundos (pluralidade de investidores, diversificação de portfólio e administração independente). A partir disso, conclui-se que grande parte das entidades apresentadas e registradas como fundo de investimento no Brasil (forma de entidade jurídica) não deveriam ser classificadas como fundos de investimento (essência de entidade econômica). No nível regulatório, identifica-se que os fundos de investimento são entidades que participam de ambos o mercado primário, como emissores, e secundário como intermediários financeiros. Como resultado, o foco regulatório dos fundos deveria ser no mercado primário, ou seja, regulando a emissão, enquanto, no mercado secundário, o foco deveria ser os administradores. Conclui-se que há, concomitantemente, sub-regulação e sobre-regulação de fundos no Brasil. Sub-regulação ao não definir critérios básicos mínimos para fundos de investimento. Sobre-regulação ao impor obrigações a ferramentas puramente privadas, e que muito pouco impactam o escopo da regulação.

Palavras-chave: fundo de investimento; análise econômica; regulação; mercado de capitais; CVM

ABSTRACT

BECKER, Bruno Bastos. *Investment funds in Brazil: functional anatomy and critical analysis of the reality*. 315 f. Doctorate Thesis – Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2019

Investment funds are recent entities, with growing economic relevance in the recent decades, and which have macroeconomic and microeconomic functions. From a macroeconomic perspective, they serve as a tool for economic development and growth. From the microeconomic perspective, they perform diverse and distinct functions, arranged in a broad spectrum, however, without clearly determined types. The central question addressed in this work is that that, in Brazil, investment funds are (or have become) legal entities with defined outlines, and used for distinct purposes. The hypothesis is that investment funds are, in fact, economic entities in their nature – which are defined by macroeconomic and microeconomic purposes, regardless of legal and regulatory structures. I propose a systematization of the classification of investment funds based on the international theory and practice. The systematization assesses investment funds from three perspectives (the investment, the investor, and the management). The outcome of this analysis is that investment funds perform different microeconomic functions arranged within a spectrum: there are traditional funds (*e.g.*, mutual or retail funds) and alternative funds (*e.g.*, private equity and hedge funds). This division is, in part, followed by legal and regulatory structures: both broad microeconomic functions (traditional and alternative funds) have different structures. Traditional funds are normally publicly offered, tend to be regulated, and have defined minimum basic characteristics. Alternative funds, by turn, are normally restricted to sophisticated investors and offered on a restricted basis. They also tend to be less regulated, with a primary focus on management. The empirical research performed for this work shows that, in Brazil, investment funds are used for various purposes, in addition to those commonly identified in international practice. For example, 46% of funds have only one investor, 72% of funds hold up to 20 investments, and 70% of all assets are managed by four big retail banks in Brasil. Based on the empirical research, I propose that investment funds in Brazil should be analysed in two levels: existence and regulation. At the level of existence, there are basic minimum elements for funds (plurality of investors, portfolio diversification and independent administration). Based on this, it can be concluded that most of the entities presented and registered as investment funds in Brazil (legal entity form) should not be classified as investment funds (economic entity function). At the regulatory level, investment funds participate in both the primary and secondary markets. In the secondary market as financial intermediaries and in the primary market as bonds issuers. As a result, the regulatory focus of funds should be on the primary market, *i.e.* regulating the issuance of bonds, while in the secondary market, the focus should be on the managers. The conclusion is that there is, at the same time, under- and over-regulation of investment funds in Brazil. Under-regulation by the lack of minimum (basic) characteristics for investment funds. Over-regulation by imposing the registration and other obligations on purely private tools, which have very little impact in the scope of regulation.

Keywords: investment fund; law & economics; regulation; capital market; CVM.

ZUSAMMENFASSUNG

BECKER, Bruno Bastos. Investmentfonds in Brasilien: funktionelle Anatomie und kritische Analyse der Regulierung. 315 S. Dissertation – Juristische Fakultät, Universität São Paulo, São Paulo, 2019

Investmentfonds sind relativ neue Einrichtungen mit makro- und mikroökonomischen Funktionen und in den letzten Jahrzehnten steigender Relevanz. Aus makroökonomischer Sicht dienen sie der wirtschaftlichen Entwicklung und dem Wachstum. Aus mikroökonomischer Sicht verfügen sie über ein weites Spektrum nicht klar definierter Funktionen. Zentrales Thema dieser Arbeit ist der Umstand, dass Investmentfonds in Brasilien sich als Rechtssubjekte in einem definierten Rahmen entwickelten und vielen Zwecken dienen. Verteidigt wird die Ansicht, dass Investmentfonds eine von ihren makro- und mikroökonomischen Funktionen bestimmte wirtschaftliche Natur haben, unabhängig von der juristischen, regulierenden Struktur. Es wird eine auf der internationalen Theorie und Praxis basierende Systematisierung der Unterscheidung der Investmentfonds aus drei Perspektiven (Investition, Investoren und Management) vorgeschlagen und im Ergebnis gezeigt, dass Investmentfonds unterschiedliche mikroökonomische Funktionen in einem spezifischen Spektrum besetzen: auf der einen Seite traditionelle Fonds (Anlage- oder Retailfonds) und auf der anderen Seite alternative Investmentfonds (z. B. privates Beteiligungskapital und Hedgefonds). Diese decken sich zum Teil mit den juristischen, regulierenden Strukturen, wobei sie unterschiedliche mikroökonomische Funktionen haben. Traditionelle Fonds sind normalerweise Publikumsfonds, die zur Regulierung tendieren und bestimmte Mindestmerkmale aufweisen. Spezialfonds sind normalerweise auf spezialisierte Investoren beschränkt, werden oft in eingeschränkter Form angeboten und sind bei einem Fokus auf das Management weniger reguliert. Die empirische Untersuchung zeigt, dass Investmentfonds in Brasilien für Zwecke verwendet werden, die über die Gepflogenheiten in der internationalen Praxis hinausgehen. Beispiel: 46% der Fonds haben nur einen Investor, 72% der Fonds bis zu 20 Investitionen und 70% des Nettovermögens der Fonds werden durch nur vier brasilianische Retailbanken verwaltet. Nach der empirischen Untersuchung bietet diese Arbeit eine Analyse der Investmentfonds auf zwei Ebenen: auf der Ebene des Zustandekommens (Abgrenzung) und der Ebene der Regulierung. Auf der Ebene der Existenz werden grundlegende Indikatoren für Fonds festgelegt (mehrere Investoren, Diversifikation des Portfolios und unabhängiges Management). Daraus wird geschlossen, dass ein Großteil der registrierten brasilianischen Investmentfonds (juristische Form) nicht als solche (Wesen ökonomischer Natur) betrachtet werden sollte. Auf der Ebene der Regulierung wird festgesetzt, dass Investmentfonds Einrichtungen sind, die sowohl auf dem Emissionsmarkt wie auf dem Sekundärmarkt als Finanzvermittler aktiv sind. Demzufolge sollte der Regulierungsfokus bei Emission auf dem Primärmarkt liegen und beim sekundären Markt auf dem Management. Geschlossen wird daraus, dass Fonds in Brasilien gleichzeitig unter- und überreguliert sind. Unterregulierung durch fehlende Mindestkriterien für Investmentfonds und Überregulierung durch Vorschriften für rein private Einrichtungen, die im Hinblick auf ihr Ziel wenig Wirkung zeigen.

Schlüsselwörter: Investmentfonds, wirtschaftliche Analyse, Regulierung, Kapitalmärkte; CVM.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	17
PARTE I: ANATOMIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PERSPECTIVA INTERNACIONAL.....	27
1. PANORAMA ECONÔMICO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	35
1.1 Fundos de Investimento como espécie do gênero investidores institucionais	36
1.1.1 Investidores institucionais e a transformação na governança corporativa	38
1.1.2 Investidores institucionais na atualidade	46
1.2 Funções micro e macroeconômicas dos fundos de investimento.....	49
1.2.1 Perspectiva macroeconômica: crescimento recente	51
1.2.2 Perspectiva macroeconômica: poder dos fundos, ativismo e concentração nos administradores	59
1.2.3 Perspectiva microeconômica: diversidade de tipos	65
2. TIPOS E CLASSIFICAÇÕES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO: ESPECTRO DE FUNÇÕES MICROECONÔMICAS	68
2.1 Paradoxo de fragmentação e de uniformidade no cenário internacional	71
2.2 Perspectiva do investimento.....	74
2.2.1 Ativos pelo risco	75
2.2.2 Fundos do mercado monetário	80
2.2.3 Fundos do mercado imobiliário	84
2.2.4 Ativos alternativos (<i>e.g., venture capital</i>)	85
2.3 Perspectiva do investidor	91
2.3.1 Fundos abertos e fechados	91
2.3.2 Outros fundos (<i>e.g., ETFs, private equity e hedge</i>).....	96
2.3.3 Investidores qualificados	98
2.4 Perspectiva da administração	103
2.4.1 Fundos tradicionais.....	104
2.4.2 Fundos alternativos (<i>e.g., private equity e hedge</i>).....	112
2.5 Proposta de sistematização dos fundos de investimento	126
3. ESTRUTURAS JURÍDICO-REGULATÓRIAS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	128
3.1 Institutos jurídicos	129

3.1.1	Direito Real	133
3.1.1.1	<i>Trust</i>	133
3.1.1.2	Condomínio	138
3.1.2	Direito Obrigacional	147
3.1.3	Direito Societário	147
3.1.3.1	Companhias	148
3.1.3.2	Outros tipos societários (<i>e.g.</i> , LP, LLC)	152
3.2	Regulação e autorregulação	155
3.2.1	Entidades de regulação e autorregulação	158
3.2.2	Fundos Públicos (tradicionais)	163
3.2.3	Fundos Privados (alternativos)	171
3.3	Tributação	176

PARTE 2: PANORAMA ATUAL E ANÁLISE CRÍTICA REGULATÓRIA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL 183

4. ESTUDO EMPÍRICO SOBRE FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL . 185

4.1	Objeto de estudo	186
4.1.1	Metodologia e fonte dos dados	188
4.1.2	Limitações dos dados e da pesquisa	191
4.2	Panorama	192
4.2.1	Crescimento recente	192
4.2.2	Tipos de Fundos pela Classificação CVM	194
4.3	Perspectiva do Investimento	196
4.3.1	Tipos de Investimento	196
4.3.2	Diversificação de Portfólio	200
4.3.3	Tamanho dos Fundos	201
4.4	Perspectiva dos investidores	202
4.4.1	Tipos de investidores	203
4.4.2	Liquidez dos fundos (<i>i.e.</i> , abertos e fechados)	204
4.4.3	Sofisticação dos investidores (<i>i.e.</i> varejo e qualificado)	205
4.4.4	Pluralidade de investidores	205
4.5	Perspectiva da Administração	207
4.5.1	Representatividade de Administradores e de Gestores	208
4.5.2	Identidade entre Administradores e Gestores	213
4.6	Fundos Estruturados	214
4.6.1	FIP	214

4.6.2	FIDC	221
4.6.3	FII	222
4.7	Questões específicas.....	223
4.7.1	Fundos “Unipessoais”	224
4.7.2	Fundos como veículos de Investidores Institucionais	226
4.7.3	Fundos de Fundos	228
4.8	Reflexões sobre os dados	231
5.	ELEMENTOS BÁSICOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO	234
5.1	Coletividade de investidores	236
5.2	Pluralidade de investimentos.....	242
5.3	Separação entre investimento e administração.....	243
5.3.1	Investidores institucionais como administradores de fundos	245
5.3.2	Confusão teórica: Administradores ou Fundos como Investidores Institucionais.....	247
5.4	Consequência nº 1: Entidades “fundos” que não são fundos de investimento....	248
6.	ANÁLISE CRÍTICA DA REGULAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL	252
6.1	Diferenciação entre mercado financeiro e de capitais.....	254
6.2	A tutela estatal no mercado de capitais	257
6.2.1	Racionalidade da tutela do mercado primário	259
6.2.2	Racionalidade da tutela do mercado secundário.....	262
6.3	A tutela dos Fundos de Investimento pela CVM	262
6.4	Consequência nº 2: Necessidade de revisão na regulação de fundos de investimento.....	267
6.4.1	Sub-regulação de fundos: fundos que não são fundos.....	268
6.4.2	Sobrerregulação: regulação de fundos privados.....	268
	CONCLUSÃO.....	272
	REFERÊNCIAS.....	275
	APÊNDICE I – PAÍSES COM FUNDOS DE INVESTIMENTO	300
	APÊNDICE II – LINHA DO TEMPO DE REGULAÇÃO DOS FUNDOS NO BRASIL	303
	APÊNDICE III – TIPOS DE FUNDOS ATUALMENTE REGULADOS PELA CVM	308

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Percentual de ações ordinárias detidas por cada tipo de investidor no Reino Unido (1963-2010)	43
Tabela 2: Lista de autoridades regulatórias de fundos de investimento no mundo	159
Tabela 3: Panorama geral dos contornos jurídicos e regulatórios de fundos de investimento	182
Tabela 4: Dados gerais de fundos de investimento de acordo com CVM.....	195
Tabela 5: Diversificação de Portfólio em número de investimentos	201
Tabela 6: Tamanho dos Fundos ICVM 555 em faixas (em R\$ milhões)	202
Tabela 7: Número de Cotistas em Fundos de Investimento	206
Tabela 8: Representatividade dos 10 maiores administradores (em patrimônio líquido e número de fundos administrado)	209
Tabela 9: Concentração do mercado (C4) de administradores de fundos de investimento (em termos de patrimônio líquido administrado)	210
Tabela 10: Representatividade dos 10 maiores gestores (em número de fundos e patrimônio líquido administrado)	211
Tabela 11: Concentração do mercado (C4) de gestores de fundos de investimento (em termos de patrimônio líquido administrado)	211
Tabela 12: Influência dos 10 maiores administradores e gestores de fundos mundiais	212
Tabela 13: Tipos de investimentos detidos por FIP.....	215
Tabela 14: Número de investimentos detidos por FIP.....	216
Tabela 15: Tamanho dos FIP em faixas (em R\$)	216
Tabela 16: Número de cotistas por FIP.....	217
Tabela 17: Número de cotistas por FIP.....	218
Tabela 18: FIP com mais de 100 cotistas.....	219
Tabela 19: Relação entre número de cotistas e existência de comitê de investimento – FIP (jul/2016)	220
Tabela 20: Tamanho dos FIDC em faixas (em R\$)	221
Tabela 21: Número de cotistas por FIDC	222

Tabela 22: Relação cotistas vs. patrimônio líquido de FIDC.....	222
Tabela 23: Tamanho dos FIIs em faixas (em R\$)	223
Tabela 24: Estudos hipotéticos sobre características mínimas de fundos regulados pela CVM – Percentual de fundos que seriam excluídos com regras mínimas	250
Tabela 25: Comparação entre número de fundos de investimento e companhias listadas	266
Tabela 26: Estudos hipotéticos sobre ajustes na regulação de fundos públicos pela CVM – Número de fundos que seriam regulados	269
Tabela 27: Cenário hipotético de regulação de fundos de investimento no Brasil –.....	270

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Investidores Institucionais na América Latina (1998 e 2009) – ativos financeiros como percentual do PIB	45
Gráfico 2: Investidores institucionais no mundo em 2017 (ativos financeiros como % em relação ao PIB)	47
Gráfico 3: Investidores institucionais no mundo em 2017 (passivos financeiros como % em relação ao PIB)	47
Gráfico 4: Investidores institucionais no Brasil e na China em 2017 (ativos financeiros como % em relação ao PIB)	48
Gráfico 5: Ativos globais dos fundos de investimento (1985-2017)	52
Gráfico 6: Ativos globais dos fundos de investimento por região (2008-2017)	53
Gráfico 7: Ativos de fundos de investimento no mundo (2009-2017) OCDE (% em relação ao PIB)	54
Gráfico 8: Ativos de fundos de investimento no Brasil e na China (2009-2017) IIFA (% em relação ao PIB)	56
Gráfico 9: Número de fundos de investimento (2008-2017) IIFA	57
Gráfico 10: Média de ativos de fundos de investimento por fundo (2017) IIFA	65

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Estrutura básica de um fundo de investimento.....	72
Figura 2: Sobreposição de formas de investimento alternativo	120
Figura 3: Sistematização de tipos e classificações genéricas de fundos de investimento de acordo com as perspectivas dos fundos	127

INTRODUÇÃO

Não deve, nunca, existir iniciativa de estudos jurídicos sem que se conheça profundamente a estrutura técnica e a função econômica do instituto que se pretende ter como objeto de estudo. [...] É uma deslealdade científica, é uma desonestidade tratar de um instituto e tratar da disciplina jurídica sem conhecer profundamente sua realidade (tradução livre)¹

Vivante

O direito comercial tem a função de compreender o fenômeno econômico, ou seja, compreender a realidade daquilo que pretenda regular.² Assim, é dinâmico, eis que acompanha a constante transformação e a busca de originalidade da economia.³ Ao mesmo tempo, é reacionário e inerte. Reacionário à realidade econômica, no sentido de que as categorias jurídicas são criadas (*i.e.*, reação) para sistematizar a vida mercantil já existente.⁴ Inerte, pois evolução do direito é mais lenta do que a evolução econômica, uma vez que tende a permanecer na mesma trajetória, com os mesmos institutos.⁵ Segundo ASCARELLI, “as novas necessidades são, então, satisfeitas, mas o são com velhos institutos”,⁶ em uma “inércia jurídica”.⁷

¹ No original: “Non si avventurino mai in alcuna trattazione giuridica se non conosco a fondo la struttura tecnica e la funzione economica dell’istituto che è l’oggetto dei loro studi. [...] È una slealtà scientifica, è un difetto di probità parlare di un istituto per fissarne la disciplina giuridica senza conoscerlo a fondo nella sua realtà” (VIVANTE, Cesare. *Tratato di diritto commerciale*, v.1 ix-x *apud* FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p. 19, nota de rodapé).

² Como afirma FORGIONI, “o estudo do mercado e do comportamento dos agentes econômicos adquire importância nunca vista”. e segue: “[A] tradição do direito mercantil sempre pregou a indispensabilidade da observação do comportamento dos agentes econômicos, da sua prática, para a construção da ciência do direito” (FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p. 18-19).

³ “O direito comercial é tradicionalmente considerado um setor dinâmico nos institutos e regras, mas o dinamismo é visto como oriundo da capacidade de transformação e busca por originalidade do meio econômico (e não do direito) – ou seja, o dinamismo dos institutos jurídicos deriva normalmente do ritmo acelerado das mudanças no mundo econômico” (SALOMÃO FILHO, Calixto. *Teoria crítico-estruturalista do direito comercial*. São Paulo: Marcial Pons, 2015. p. 7)

⁴ FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p. 22

⁵ Em economia comportamental, essa inércia é explicada por vieses cognitivos, como viés status quo (no qual os indivíduos valorizam mais o que possuem do que aquilo que não possuem e avaliam suas escolhas com base em prévias experiências), disponibilidade (no qual indivíduos avaliam possibilidades de fatos ocorrerem com base em informações disponíveis naquele momento). Sobre o tema, vide: JOLLS, Christine; SUNSTEIN, Cass R.; THALER, Richard. A Behavioral Approach to Law & Economics. *Stanford Law Review*, v. 50, 1998.

⁶ ASCARELLI, Tullio. O negócio indireto. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001. p. 103.

O Brasil é o país com maior número absoluto de fundos de investimentos registrados;⁸ havia, em novembro de 2018, 17.042 mil fundos em funcionamento no Brasil.⁹ Esses fundos são constituídos de acordo com uma ampla e complexa gama de regras da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), sendo que, atualmente, há 27 tipos de fundos de investimento regulados em funcionamento¹⁰ (*vide Apêndice II*). Além disso, o patrimônio líquido dos ativos detidos pelos referidos fundos era de aproximadamente R\$ 4,5 trilhões,¹¹ o que representa 68% do PIB brasileiro no mesmo período.¹²

Esse cenário de números expressivos é recente. Em 2008, havia 8.248 fundos de investimento no país, com um patrimônio líquido de R\$ 1,64 trilhão, um crescimento de 107% no número de fundos e 178% no patrimônio líquido.¹³ Em 1998, havia somente 2.641 fundos, com patrimônio líquido de R\$ 589 bilhões.¹⁴ O surgimento e o rápido crescimento dos fundos de investimento no país fazem parte de um movimento internacional: nos últimos 30 anos, os ativos detidos por fundos no mundo passaram de USD 1,2 trilhões (1985)¹⁵ para USD 49,2 trilhões (2017).¹⁶ Atualmente, estima-se que os fundos de investimento estejam presentes em, pelo menos, 147 jurisdições (*vide Apêndice D*).

⁷ ASCARELLI, Tullio. O negócio indireto. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001. p. 103.

⁸ IIFA. Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows. First Quarter 2018. Disponível em: <https://www.iifa.ca/files/1530106358_IIFA%20-%20Worldwide%20Open-End%20Fund%20Report%20-%20Q1%202018.pdf>.

⁹ ANBIMA. *Consolidado Histórico de Fundos de Investimento* (novembro de 2018). Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm>. De acordo com a pesquisa empírica apresentada no *Capítulo 4*, o total seria de 16.976. Eles se dividem, basicamente, entre fundos não estruturados (regulados pela ICVM 555) (14. 660), e fundos estruturados (2.371). Sobre essa divisão, vide *Capítulo 2*.

¹⁰ Ainda que a regulação (instrução CVM) tenha sido revogada ou substituída. Isso acontece, por exemplo, com os FMIEEs, que foram recentemente substituídos pelos FIP-EE, embora ainda haja FMIEEs em funcionamento

¹¹ Dados não consideram fundos de fundos. Vide *Capítulo 4*.

¹² A soma dos últimos quatro trimestres (2017 II, III e IV e 2018 I), o IBGE reportou PIB em valores correntes de R\$ 6,75 trilhões. (IBGE. Sistema de Contas Nacionais Trimestrais – SCNT. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novoportal/economicas/contas-nacionais/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=resultados>>.

¹³ ANBIMA. *Consolidado histórico de fundos de investimento* (novembro de 2018). Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm>.

¹⁴ Idem, *ibidem*.

¹⁵ SUGITA, Kohji. *Global Investment Funds: Changes in the Last 30 Years and Future Challenges*. Japan Securities Research Institute. 2016, p. 2. Disponível em: <http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1611_01.pdf>.

¹⁶ IIFA. Dados de ativos de fundos de investimento (excluindo fundos de fundos).

A despeito da importância econômica e do intenso uso no Brasil, o estudo jurídico dos fundos de investimento é um exemplo claro da referida inércia do direito comercial. Fundos de investimento não estão nas leis,¹⁷⁻¹⁸ nos livros, ou nos bancos das faculdades de direito.¹⁹ Trata-se de uma área da economia que passa praticamente alheia ao direito (tradicional), em uma dessincronia entre a evolução econômica e a jurídica.²⁰

Especificamente no campo da literatura jurídica, após uma onda de produção bibliográfica de qualidade na metade do século passado,²¹ pouco ou quase nada se encontra sobre questões jurídicas relacionadas aos fundos de investimento até o início deste século, quando parece ter deixado o estado de latência em que se encontrou por 50 anos.²² YAZBEK, ao

¹⁷ No sentido de que suas estruturas são definidas por regulamento, pela CVM, à exceção dos Fundos de Investimento Imobiliários, regrados pela Lei nº 8.668/1993 e dos Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura (“FIP-IE”) e dos Fundos de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (“FIP-PD&I”), regulados pela Lei nº 11.478/2007 (os quais são regulados pela ICVM 578).

¹⁸ Tampouco parece haver movimento legislativo nesse sentido. Por exemplo, o projeto de novo Código Comercial (Projeto de Lei nº 1572/2011) não regula fundos de investimento. A única menção a fundos feita na proposta inicial do projeto de autoria do Deputado Vicente Cândido possui somente uma menção a fundos de investimento, no parágrafo primeiro do art. 143, que trata de sociedade estrangeira como sócia de sociedade brasileira. (Vide: <<http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=508884>>).

¹⁹ De acordo com as informações constantes nos currículos de 17 faculdades de direito do Brasil (em dezembro de 2014), em nenhum dos currículos foi identificada alguma disciplina que fizesse referência a fundos de investimento e somente em sete delas há uma disciplina voltada ao mercado de capitais de forma genérica (e às vezes, somente um tópico dentro de um semestre). Faculdades com ensino de mercado de capitais: FGV/RJ, FGV/SP, IBMEC/MG, PUCRJ, UFRJ, UnB, USP/Largo São Francisco. Demais faculdades consultadas: Católica de Brasília, IBMEC/RJ, PUCMG, PUCPR, PUCRS, PUCSP, UERJ, UFMG, UFPR, UFRGS.

²⁰ INNERARITY, Daniel. *Un mundo desincronizado*, p. 6. Disponível em <<http://www.danielinnerarity.es/app/download/6803836986/Un+mundo+desincronizado.pdf?t=1350647986>> Último Acesso em: 21.12.2014.

²¹ Quatro são as principais obras identificadas nesse período: BARRETO FILHO, Oscar. *Regime jurídico das sociedades de investimentos (“investment trusts”)*. São Paulo: Max Limonad, 1956. 225p.; PAJISTE, Bernard. *Investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1958. 222p.; ASHTON, Peter Walter. *A natureza jurídica dos fundos abertos de investimentos*. Porto Alegre: Editora Meridional “EMMA”, 1968; e ASHTON, Peter Walter. *Companhias de investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963. 229p. Além disso, cabe mencionar o desenvolvimento da matéria por PONTES DE MIRANDA (PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Direito das obrigações: sociedades por ações* (continuação). Sociedade em comandita por ações. Contrôlo das sociedades. Sociedades de investimento, de crédito e de financiamento. São Paulo: Revista Dos Tribunais, 2012. t. 51. 573p. (Coleção tratado de direito privado: parte especial; 51). Atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto).

²² Especificamente sobre Fundos de Investimentos, são poucas as obras jurídicas encontradas nos dias atuais, dentre as quais se destacam: CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. 261p.; GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2011. 132p.; FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo, Quartier Latin, 2005. 287p.; ROCHA, Tatiana Nogueira da. *Fundos de investimento e o papel do administrador: a indústria dos fundos no mercado brasileiro e a liberdade para agir, os poderes e obrigações dos seus administradores*. São Paulo: Textonovo, 2005. 191p.; DOTTA, Eduardo Montenegro. *A responsabilidade*

criticar a escassez da literatura jurídica sobre fundos de investimentos, identifica dois fatores. Primeiro, o fato de que temas econômicos tenham sido relegados pela doutrina comercialista brasileira. Segundo, por não haver uma base legal extensa sobre fundos, uma vez que a os fundos possuem grande base regulamentar.²³ Esse baixo volume de estudos específicos sobre fundos de investimentos não é prerrogativa brasileira. Mesmo nos EUA, o maior centro de fundos de investimento no mundo, o tema vem sendo negligenciado pelo direito.²⁴

Essa inércia é corroborada pelo fato de que vêm mudando ao longo do tempo, ainda que sejam instrumentos relativamente recentes. O cenário atual de fundos de investimento é muito distinto daquele que se iniciou com os primeiros fundos modernos há quase cem anos. Os primeiros fundos mútuos (*mutual funds*),²⁵⁻²⁶ tal como entendidos

dos administradores de fundos de investimento no Novo Código Civil: uma abordagem da indústria dos fundos de Investimento, voltada para a natureza da responsabilidade de seus administradores, sob a ótica dos novos princípios orientadores do direito privado e da regulamentação do setor. São Paulo: Textonovo, 2005. 157p.; FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (Coord.). *Fundos de investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários.* São Paulo: Quartier Latin, 2015; DUFLOH, Rodrigo. *A proteção do investidor em fundos de investimento.* Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017; PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de investimento: estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento.* São Paulo: Quartier Latin, 2016. Há de se mencionar, ainda, a existência de reduzida bibliografia disponível em periódicos especializados (e.g., *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* e *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*).

²³ YAZBEK, Otavio. Prefácio. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (Coord.). *Fundos de investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários.* São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 9.

²⁴ “No entanto, juristas têm, em grande medida, negligenciado estas empresas [fundos]. Embora os economistas tenham estudado extensivamente o desempenho e o funcionamento dos fundos de investimento, os juristas raramente examinaram sua estrutura e regulamentação” (tradução livre) (No original: “Legal scholars have largely overlooked these enterprises [funds], however. Although financial economists have extensively studied investment fund’s performance and operation, legal scholar have rarely examined their structure and regulation”) (MORLEY, John. *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation.* *Yale Law Journal*, v. 123, 2014, p. 1231).

²⁵ Segundo o glossário da OCDE, “[u]m fundo mútuo é uma estrutura financeira através da qual os investidores reúnem seus recursos para investir em uma carteira diversificada de títulos. Investidores individuais compram ações [ou cotas] no fundo, representando uma participação no total de ativos investidos, ou seja, eles têm uma participação acionária. A seleção de ativos é feita por gestores profissionais de fundos” [...] “Os fundos mútuos, portanto, dão aos investidores individuais a oportunidade de investir em uma carteira de títulos diversificada e profissionalmente gerenciada sem a necessidade de conhecimento detalhado das empresas individuais que emitem as ações e títulos. Os gestores de fundos devem informar adequadamente os investidores sobre os riscos e despesas associadas ao investimento em fundos específicos. (Financial Terminology Database, Bank of England). Também conhecido como *unit trusts* no Reino Unido” (tradução livre) (no original: “A mutual fund is a financial structure through which investors pool their funds to invest in a diversified portfolio of securities. Individual investors purchase shares in the fund, representing an ownership interest in the large pool of underlying assets i.e. they have an equity stake. The selection of assets is made by professional fund managers” [...] “Mutual funds therefore give individual investors the opportunity to invest in a diversified and professionally managed portfolio of securities without the need of detailed knowledge of the individual companies issuing the stocks and bonds. Fund managers must adequately inform investors about the risks and expenses associated with investment in specific funds. (Financial Terminology Database, Bank of England). Also known as unit trusts in the United Kingdom”) (OCDE. *OECD*

atualmente, surgiram na década de 1920 nos EUA.²⁷ Mais recentemente, surgiram algumas formas populares, como os fundos de *private equity* e *hedge* (década de 1980²⁸) e os *exchange-traded funds* (“ETF”) (década de 1990). A cada ano, lançam-se novos instrumentos e, com eles, novos desafios ao direito.

Essa constante evolução tornou a indústria de fundos de investimento um tema complexo que, muitas vezes, é estudado de forma específica, sem uma compreensão do cenário total. Em uma situação que se assemelha à parábola dos cegos e do elefante,²⁹ os estudos não compreendem o grande cenário (*big picture*), pouco relacionam os fundos de investimento nos países e, igualmente, pouco interagem com a prática de outras jurisdições.

Por exemplo, nos EUA os fundos de *private equity* e mútuos são considerados entidades completamente distintas: possuem públicos-alvo distintos, estratégias de investimento distintos, mas também formas jurídicas e regulações diferentes. Como resultado, são estudados de forma separada.³⁰ Da mesma forma, o estudo de fundos de

Institutional Investors Statistical Yearbook. 2000, Annex III, Glossary. Disponível em: <<https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=1712>>).

²⁶ No Brasil, os primeiros fundos de investimento utilizavam a denominação “fundo mútuo” e até hoje há alguns fundos regulados pela CVM com essa denominação (*e.g.*, Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes, Fundos Mútuos de Privatização). Essa nomenclatura decorre da denominação dada nos EUA para tais entidades (*mutual funds*). No direito brasileiro, “mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis” no qual “[o] mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade” (art. 586 do Código Civil). Trata-se, portanto, de uma forma de empréstimo, distinta da natureza de investimento de fundos. Essa característica será abordada no Capítulo 5.

²⁷ MORLEY, John. Collective Branding and the Origins of Investment Fund Regulation. *Virginia Law & Business Review*, n. 6, 2011, p. 10. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1762217>.

²⁸ BRATTON, William W.; McCahery, Joseph A. Introduction. In: BRATTON, William W.; McCahery, Joseph A. *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2015. p. 4-5.

²⁹ Segundo a qual um grupo de cegos, ao tentarem identificar e compreender o que estavam a analisar, descrevem cada um uma parte específica. No poema de John Godfrey Saxe (*The Blind Men and the Elephant*), um cego, ao tocar na barriga, a descreve como uma parede; outro, pegando na presa, descreve como uma lança; o terceiro, ao tocar na tromba, descreve como uma cobra; o quarto, ao sentir o joelho, afirmou ser uma árvore; o quinto, pegando na orelha, descreve como um leque; o sexto, por fim, ao encostar no rabo, descreve como uma corda.

³⁰ exemplo, as obras mais recentes e completas dos temas tratam os referidos fundos de forma separada. Enquanto BIRDTHISTLE e MORLEY estudam os fundos mútuos, BRATTON e MCCAHERY estudam os fundos de *private equity* e *hedge* (vide: BIRDTHISTLE, William A.; MORLEY, John (ed.). *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Cheltenham: Edward Elgar, 2018; e BRATTON, William W.; MCCAHERY, Joseph A. *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2015).

investimento no Brasil é completamente focado nas inúmeras normas da CVM, sem a análise comparada da adequação do sistema doméstico à prática internacional.

Com o objetivo final de apresentar uma compreensão do regime jurídico e regulatório dos fundos de investimento no Brasil, este trabalho tem como objetivo propor uma contribuição inovadora ao estudo jurídico do tema ao apresentar uma sistematização da matéria a partir dessas duas premissas: a compreensão do cenário geral de fundos de investimentos e a comparação dos sistemas em países em que o tema é relevante. Entende-se que a compreensão da realidade brasileira somente é possível a partir dessa análise.

Fundos de investimento possuem funções macro e microeconômicas. Da perspectiva macroeconômica, servem como instrumento de crescimento e desenvolvimento econômico, no sentido de participarem de políticas econômicas voltadas ao incentivo à poupança popular e ao mercado de capitais como fonte de financiamento da atividade produtiva. Da perspectiva microeconômica, desempenham diversas e distintas funções – ou usos específicos – dispostas em um amplo espectro. Se, de um lado do espectro há pequenos investidores utilizando fundos de investimento como forma de poupança, de outro lado há investidores sofisticados e com grandes volumes de capital que buscam a maximização dos seus retornos financeiros, em estratégias de prazos variados. Entre esses dois exemplos, no entanto, há uma extensa gama de hipóteses, sem definições ou limites claros.

Essas diferenças de funções de fundos se refletem em tipos e classificações, regimes jurídicos e regulatórios adotados em diversos países. Modelos jurídicos e regulatórios são adotados para resolver ou mitigar os riscos envolvidos a depender das características econômicas. No Brasil, no entanto, a situação é distinta. Primeiro, que a regulação não é clara no que se refere a características básicas de fundos. Trata-se de um conjunto complexo composto, essencialmente, por normas infralegais editadas nas últimas décadas. Segundo, e talvez como consequência disso, que os fundos são utilizados para diversas finalidades; algumas distintas da sua própria razão originária de ser.

O problema central do trabalho (ou diagnóstico positivo) é que, no Brasil, fundos de investimento são (ou se tornaram) entidades jurídicas com contornos definidos, e utilizadas para diversos fins. A tese defendida (ou diagnóstico normativo) é de que fundos de investimento são, na verdade, entidades de natureza econômica – definidas pelas finalidades macro e microeconômicas, independentemente das estruturas jurídicas e

regulatórias. Em outras palavras, trata-se de uma crítica ao *direito posto*, a partir de uma análise funcional de experiências internacionais, da realidade doméstica e da compreensão dos fundos como instrumento de política pública, para a propositura de alterações regulatórias, o *direito pressuposto*.³¹

Em decorrência do diagnóstico positivo, criam-se alguns problemas.

De ordem jurídica, com a utilização de fundos de investimentos como estruturas jurídicas – quase-tipos societários – para finalidades distintas daquelas objetivadas. Cria-se uma categoria de entidades paralelas, pouco reguladas, que subtraem do direito tradicional (*i.e.*, direito civil, societário, e as respectivas leis) um volume substancial de operações econômicas.

De ordem econômica e de políticas públicas, a distorção descrita gera estatísticas que não representam a realidade e levam os formadores de políticas macroeconômicas a conclusões errôneas. Por exemplo, ao se comparar a indústria de fundos do Brasil com o exterior, uma primeira impressão é a de que estamos em nível semelhante com diversos países desenvolvidos e de que há relativo bom funcionamento do mercado de captais.

De ordem regulatória, o sistema movimenta indevidamente a máquina pública, onerando o estado e os usuários do sistema.

Por fim – e mais importante –, de ordem social: os benefícios tributários, originalmente concebidos para a promoção da indústria e da poupança popular acabam sendo desviados para beneficiar grandes fortunas, em uma transferência de renda que aumenta ainda mais as desigualdades sociais do país.

Para resolver essa assimetria entre os diagnósticos positivo e normativo (*i.e.*, do *direito posto* e do *direito pressuposto*), faz-se necessária a compreensão das funções e das dinâmicas econômicas e jurídicas envolvidas. Nesse aspecto, o presente trabalho tem duas principais inspirações: de um lado, o clássico trabalho de BERLE & MEANS, no qual os autores apresentam um panorama jurídico e econômico das *corporations* nos EUA, demonstrando a dissociação entre controle e propriedade naquele país;³² de outro, na

³¹ GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*. 9. ed. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 45

³² BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. 2. ed. Tradução Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Nova Cultural, 1987.

igualmente relevante análise funcional das companhias em *A Anatomia do Direito Societário* (no original *The Anatomy of Corporate Law*)³³⁻³⁴). Há, portanto, uma clara influência da escola chamada Direito e Economia.³⁵⁻³⁶

Este trabalho se propõe a apresentar contribuições inéditas ao debate jurídico e econômico sobre fundos de investimento no Brasil e no mundo. Primeiro, com a tese central, ao definir fundos de investimento pelas suas características econômicas e não jurídicas. Segundo, porque sistematiza a matéria, da perspectiva funcional, comparando a dinâmica dos fundos de investimento em diversas jurisdições, e apresentando caminhos para a análise da matéria no Brasil. Nesse aspecto, o trabalho oferece parâmetros de análise e definição do que deveriam ser fundos de investimentos e, dentro do conjunto de fundos de investimento, quais merecem (e de que forma) serem regulados. Terceiro, pela pesquisa empírica, que oferece, junto com a teoria, substrato da realidade para a avaliação da matéria. Por fim, pela análise crítica da regulação dos fundos no Brasil, que resulta em propostas de alteração visando a resolver os problemas identificados de sub e sobre-regulação.

³³ KRAAKMAN, Reiner *et al.* *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017. 281p.

³⁴ Recentemente traduzido para o Português: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional*. Tradução Mariana Pargendler. São Paulo: Singular, 2018. 518 p.

³⁵ Tradução do “*Law & Economics*”. Parte da literatura também denomina a área de Análise Econômica do Direito. MILLER diferencia as duas terminologias, esclarecendo as amplitudes e limitações. “Cada abordagem tem vantagens e desvantagens. A análise econômica do direito traz à mesa a metodologia bem compreendida e uma precisão de análise que é emblemática da economia como um todo. Por outro lado, a análise econômica do direito também traz consigo os limites de sua disciplina, que inclui o fato de que, para alcançar a precisão analítica, a abordagem deve abstrair de muitas características que fazem a diferença no mundo real. Direito e economia é inerentemente mais complexo do que a análise econômica da lei e menos rigoroso analiticamente. Essas podem ser consideradas fraquezas. Por outro lado, direito e economia, por não se abstrair do mundo real, também oferece um menu potencialmente mais rico de explicações para os fenômenos sob investigação” (no original: “Each approach has advantages and disadvantages. Economic analysis of law brings to the table the well-understood methodology and a precision of analysis that is emblematic of economics as a whole. On the other hand economic analysis of law also carries with it the limits of its discipline, which include the fact that, to achieve analytical precision, the approach must abstract from many features that make a difference in the real world. Law and economics is inherently more complex than economic analysis of law and less analytically rigorous. These might be considered weaknesses. On the other hand, law and economics, because it does not abstract from the real world, also offers a potentially richer menu of explanations for the phenomena under investigation” (MILLER, Geoffrey P. *Law and Economics versus Economic Analysis of Law*. *NYU Law and Economics Research Paper*, n. 11-16, abr. 2011. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1804920>>. Sobre o tema, vide também HYLTON, Keith N. *Law and Economics Versus Economic Analysis of Law*. *European Journal of Law and Economics*. mar. 2018 (no prelo). Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3024605>>.

³⁶ CALABRESI, Guido. *The Future of Law & Economics*. New Haven: Yale University Press, 2016. p 4.

Aqui cabe um comentário adicional sobre o tema, suas limitações e possibilidades. Como afirmado, a estrutura jurídica dos fundos de investimento é feita, principalmente, por meio de regulação infralegal. Isso é destacado pela literatura como elemento limitador dos estudos sobre o tema. Ninguém pretende pesquisar e escrever sobre um tema que poderá sofrer alterações em curto prazo e, assim, perder a relevância. Esse foi, de fato, um risco assumido quando da escolha do tema da tese há cinco anos (e, de fato, nesse período, diversas foram as alterações regulatórias).³⁷

Trata-se, no entanto, de uma característica dual e ambivalente – agri-doce – pois, ao mesmo tempo que pode gerar características negativas, também possui benefícios intrínsecos a esse dinamismo. Assim, ao mesmo tempo que é o problema, também é a própria solução (*the curse and the cure*). A partir da identificação de problemas (ou disfunções) no sistema, há maior flexibilidade para que se promovam mudanças. Essa é a esperança dessa pesquisa.

De fato, a complexidade do tema se confunde com a evolução do objeto de estudo desse trabalho. Além de recente e dinâmica, a estruturação dos fundos de investimento no Brasil é tão peculiar e distante da lógica internacional que é difícil fazer comparações que possam auxiliar no diagnóstico dos reais problemas – talvez uma das razões para a escassa literatura sobre o tema.

Nesse aspecto, a trajetória do estudo aqui apresentado demonstra a evolução da compreensão do tema. Em 2013, o projeto inicial buscava compreender o poder de controle de fundos de investimento a partir da experiência pessoal do autor envolvendo a utilização de fundos como veículo de operações submetidas ao CADE. Logo após, em 2015, quando da conversão em doutorado, o tema da natureza jurídica dos fundos parecia ser a grande questão: ora, como condomínios sem personalidade jurídica poderiam desempenhar tantas atividades econômicas relevantes? Em 2016, após imersão na literatura internacional sobre o tema, o foco passou para os investidores institucionais: como não se estudam ainda investidores institucionais no Brasil? Somente após o exame de qualificação que o problema da regulação dos fundos ficou claro.

Este trabalho está dividido em duas partes.

³⁷ Por exemplo, citam-se as reformas regulatórias propostas pela CVM em 2014 e 2016 e, mais recentemente, esforços legislativos a respeito da tributação dos fundos de investimento.

A *Primeira Parte* parte adota uma metodologia comparativa funcional,³⁸ com o objetivo de descrever os fundos de investimento em algumas jurisdições relevantes, abordando sua regulamentação e função econômica. O *Capítulo 1* contextualiza os fundos de investimento do panorama econômico internacional e demonstra que os fundos possuem funções macro e microeconômicas. O *Capítulo 2* sistematiza os tipos e as classificações de fundos de investimento, com base na prática internacional, em três perspectivas (e.g., investimento, investidor e administração). O *Capítulo 3* demonstra a fragmentação das estruturas jurídico-regulatórias no mundo, expondo sua grande variabilidade.

A *Segunda Parte* analisa a realidade e critica o regime regulatório dos fundos de investimento no Brasil. Demonstra-se que os fundos de investimento no Brasil se comportam de forma distinta daquela tradicionalmente considerada pela literatura – e igualmente da finalidade pretendida pelos reguladores. Assim, o *Capítulo 4* apresenta os resultados da pesquisa empírica quantitativa envolvendo os fundos de investimento. Posteriormente, a partir dos dados apresentados, os *Capítulos 5 e 6* propõem uma análise de fundos de investimento em dois níveis: da existência e da regulação. O *Capítulo 5* apresenta critérios básicos para fundos de investimento. Por fim, o *Capítulo 6* apresenta uma análise do regime regulatório da CVM e identifica um cenário de sub e sobre-regulação, no sentido de haver, ao mesmo tempo, falta e excesso de regulação de entidades denominadas fundos de investimento. Como conclusão, propõe alterações regulatórias.

Cada parte e capítulo adotou uma metodologia específica com o objetivo de proporcionar uma análise completa da realidade dos fundos no Brasil. A primeira parte se aproxima ao direito comparado por apresentar a literatura jurídica e econômica de diversos países. A segunda parte, por sua vez, tem o foco na literatura nacional e em pesquisa empírica elaborada. Em especial o último capítulo que apresenta uma crítica à regulação específica da CVM, utilizou-se pesquisa jurisprudencial para identificar os debates em andamento sobre as matérias apresentadas.

³⁸ Vide: MICHAELS, Ralf. The Functional Method of Comparative Law. In: REIMANN, Mathias; ZIMMERMANN, Reinhard. *The Oxford Handbook of Comparative Law*. Oxford: Oxford University Press, 2016. Disponível em: <10.1093/oxfordhb/9780199296064.013.0011>.

CONCLUSÃO

Ao introduzir a teoria crítico-estruturalista do direito comercial, SALOMÃO FILHO afirma que “[...] o direito comercial vem sendo reduzido a uma mesmice pragmática em que chavões de homens de negócios são incorporados pelo meio jurídico e reproduzidos com princípios jurídicos que devem ser constantemente repetidos”.⁹⁷⁷ Esse fato é especialmente notável no âmbito dos fundos de investimento, entidades que vêm em constante e acelerado crescimento nas últimas décadas no país, mas que o direito comercial, em sua inércia inerente, não vem sendo capaz de compreender.

Para descrever os diagnósticos positivo normativo, utilizou-se duas alegorias. A parábola dos cegos e do elefante e a obra surrealista de MAGRITTE, “*La trahison des images*”. Cada uma, de uma forma específica, capta os elementos essenciais desta tese: o problema de pesquisa é colocado, em especial, pela incompreensão da essência dos fundos de investimento no Brasil ao se analisar aspectos específicos;⁹⁷⁸ a hipótese, por sua vez, se mostra no questionamento de se os fundos de investimento brasileiros são, de fato, fundos de investimento. Ao final, entende-se ter demonstrado que, embora fundos de investimento sejam entidades de natureza primordialmente econômica, no Brasil tornaram-se entidades jurídicas com contornos definidos.

Primeiro, que fundos de investimento possuem funções macro e microeconômicas. Compreendê-las é fundamental para que o direito possa regulá-las com justiça e eficiência. Segundo, que há certa uniformidade internacional em relação à tipos e classificações, sendo possível uma sistematização genérica da matéria. Tais tipos, por sua vez, se traduzem em institutos jurídicos e regulação estatal adequados a cada finalidade, preocupados potenciais riscos enfrentados.

A análise funcional aqui apresentada, com inspirações no direito e economia e na comparação sistêmica, só foi possível, no entanto, com a compreensão da realidade defendida por VIVANTE. E, nesse aspecto, o estudo empírico demonstrou haver um descompasso entre os conceitos e as finalidades inicialmente concebidas e a

⁹⁷⁷ SALOMÃO FILHO, Calixto. *Teoria crítico-estruturalista do direito comercial*. São Paulo: Marcial Pons, 2015. p. 7.

⁹⁷⁸ Aqui ganha destaque, por exemplo, as discussões sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento.

prática econômica doméstica. Como resultado, foram identificados dois principais problemas.

Primeiro, no plano da existência, há entidades constituídas e registradas como fundos de investimento que não deveriam ser fundos. Exemplo mais claro são os fundos com somente um cotista ou somente um investimento. Nesse âmbito, foram sugeridas balizas mínimas para fundos de investimento. Considerando a competência da CVM para regular fundos de investimento, há, nesse aspecto, um cenário de sub-regulação.

Segundo, no plano regulatório, a diferenciação entre fundos públicos e privados evidencia a existência de entidades que não demandariam registro pela CVM. Grande parcela dos fundos de investimento são registrados em decorrência de uma regulação superinclusiva, que inclui entidades nas quais não há necessidade de tutela estatal, em especial de pequenos investidores. São fundos de investimentos restritos nos quais a sofisticação e o nível de informação dos investidores dispensaria o controle da CVM. Nesse cenário, portanto, entende-se haver sobre-regulação.

Como resultado dessa dinâmica econômica peculiar, e da realidade regulatória deficitária, há algumas distorções da indústria brasileira de fundos de investimento.

Em termos jurídicos, o desenho regulatório permite a utilização de fundos de investimento para diversas finalidades, se tornando uma espécie quase societária, alheia à legislação, à doutrina e à prática jurídica. Com efeito, grande parte das operações econômicas passa por um sistema jurídico paralelo. Além disso, os contornos regulatórios identificados parecem movimentar indevidamente a máquina pública, onerando o estado e os usuários do sistema, e tornando a CVM um órgão com funções quase cartorárias.

Em termos econômicos, a distorção do uso de fundos de investimento gera dados estatísticos errôneos, que levam a conclusões distorcidas sobre a dinâmica do mercado de capitais brasileiro, podendo levar a políticas macroeconômicas que não reflitam a realidade.

Por fim, e talvez mais importante, em termos sociais, ao permitir a constituição de entidades na forma de fundos de investimento, permite-se que grandes

riquezas recebam tratamento tributário distinto da população, gerando transferência de renda e aumentando o problema da desigualdade social.

Felizmente, como identificado na introdução, a estrutura de fundos ser definida, majoritariamente, na forma regulatória aparenta ser, ao mesmo tempo, a origem do problema e a sua própria solução, de forma que, a partir da identificação de problemas (ou disfunções) no sistema, há maior flexibilidade para que se promovam mudanças aqui propostas.

REFERÊNCIAS

- ACHLEITNER, Ann-Kristin; KASERER, Christoph. Private Equity Funds and Hedge Funds: A Primer. *CEFS Working Paper*, n. 2005-03, 2005, p. 7. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1109100>>.
- AGGARWAL, Reena. Demutualization and Corporate Governance of Stock Exchanges. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 15, 2002, p. 5. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=327360>>.
- AKERLOF, George A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, 1970. Disponível em: <<http://links.jstor.org/sici?sici=0033-5533%28197008%2984%3A3%3C488%3ATMF%22QU%3E2.0.CO%3B2-6>>.
- ALVES JUNIOR, Antonio José. Fundos mútuos de investimento no Brasil: a expansão da indústria nos anos 1990 e perspectivas para o futuro. *CEPAL LC/BRS/R.143*, nov. 2003. Disponível em: <http://repositorio.cepal.org/bitstream/11362/28379/1/LCbrsR143_pt.pdf>.
- ANADU, Kenechukwu *et al.* The Shift from Active to Passive Investing: Potential Risks to Financial Stability? *FEDS Working Paper*, n. 2018-060, 2018. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3242660>>.
- ANBIMA. *Cartilha da nova classificação de fundos*. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/data/files/B4/B2/98/EF/642085106351AF7569A80AC2/Cartilha_da_Nova_Classificacao_de_Fundos_1_.pdf>.
- _____. *Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recursos de Terceiros*. p. 48. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/data/files/0D/E6/16/1D/294D561057EB3C5678A80AC2/codigo_de_Administracao_de_Recursos_de_Terceiros_02_01_19.pdf>.
- _____. *Consolidado histórico de fundos de investimento (novembro de 2018)*. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm>.
- _____. *Manual para preenchimento do formulário de envio de informações à Base de Dados do Varejo*. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/data/files/B8/95/01/43/BA5B8510E423CA8568A80AC2/Manual%20de%20Preenchimento%20V%204.0.pdf>>.

_____. Metodologia de aplicação de multas para cadastro de fundos de investimento. nov. 2017. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/data/files/F2/07/04/4B/DEC575106582A275862C16A8/Metodologia_Aplicacao_Multas_Cadastro_de_Fundos_1_.pdf>.

_____. Metodologia IHFA – Índice de Hedge Funds ANBIMA – Versão abril/2011. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/data/files/E3/54/EA/92/71A9E510222775E5A8A80AC2/Metodologia_IHFA.pdf>.

_____. Nova classificação de fundos. out. 2015. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/data/files/87/C2/AA/DD/742085106351AF7569A80AC2/NovaClassificacaoDeFundosANBIMA_apresentacao_1_.pdf>.

ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de. Mercado de capitais: definição, funções, objetivos e histórico da regulação brasileira. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). *Regulação brasileira do mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2015.

ARMOUR, John *et al.* 10. Para além da anatomia. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional*. Tradução Mariana Pargendler. São Paulo: Editora Singular, 2018.

_____; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. 2. Problemas de agência e estratégias jurídicas. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional*. Tradução Mariana Pargendler. São Paulo: Editora Singular, 2018.

_____; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; PARGENDLER, Mariana. 1. O que é o direito societário. In: KRAAKMAN, Reinier *et al.* *A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional*. Tradução Mariana Pargendler. São Paulo: Editora Singular, 2018.

ASCARELLI, Tullio. O negócio indireto. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001.

ASHTON, Peter Walter. *A natureza jurídica dos fundos abertos de investimentos*. Porto Alegre: Editora Meridional “EMMA”, 1968.

_____. *Companhias de investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963.

ASQUINI, Alberto. Perfis da empresa. Tradução Fábio Konder Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 35, n. 104, out.-dez. 1996, p. 109.

ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION OF CHINA. *China Private Securities Investment Fund Annual Industry Development Report 2016*. Disponível em: <<http://www.amac.org.cn/tjsj/cbw/>>.

ATHANASSIOU, Phoebus. *Research Handbook on Hedge Funds, Private Equity and Alternative Investments*. Cheltenham: Edward Elgar, 2012.

ATHAYDE, Amanda; FUJIMOTO, Mônica. Brazil: Common ownership by institutional investors and its impact on competition. *Revue des droits de la concurrence*, n. 1-2019, p. 218-224.

AUGUSTINHO, Eduardo Oliveira. *O ativismo acionário dos investidores institucionais e a governança corporativa nas companhias abertas brasileiras – a análise jurídica da economia do mercado de capitais*. Tese de Doutorado do Programa de Pós-Graduação em Direito na Pontifícia Universidade Católica do Paraná, 2011.

AYUB, Muhammad. *Understanding Islamic Finance*. Chichester: Wiley, 2009.

AZAR, José; SCHMALZ, Martin C.; TECU, Isabel. Anti-Competitive Effects of Common Ownership. *Journal of Finance*, v. 73, n. 4, 2018. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2427345>>.

BAFIN. *Investment funds*. Disponível em: <https://www.bafin.de/EN/Aufsicht/KVGenInvestmentfonds/Investmentfonds/investmentfonds_node_en.html>.

BAHAMAS. *A Guide to the Bahamas Investment Condominium*. Disponível em: <<http://www.bfsb-bahamas.com/guides/files/icon-guide.pdf>>.

BAKER, H. Kent; FILBECK, Greg; KIYMAX, Halil (ed.). *Mutual Funds and Exchange-Traded Funds: Building Blocks to Wealth*. Nova Iorque: Oxford University Press, 2016.

BANCO CENTRAL do BRASIL. *Resolução nº 145, de 14 de abril de 1970*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=Listas/Normativos/Attachments/40435/Res_0145_v1_O.pdf>.

_____. *Resolução nº 327, de 04 de julho de 1975*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=Listas/Normativos/Attachments/40945/Res_0327_v2_L.pdf>.

BANCO CENTRAL EUROPEU. *Manual on investment fund statistics*. maio 2009. Disponível em: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/manualinvestmentfundstatistics200905en.pdf>>.

- _____. *Statistical Data Warehouse*. Última atualização: 18 set. 2018. Disponível em: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004034>>.
- BANKS, Erik. *The Palgrave Macmillan Dictionary of Finance, Investment and Banking*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2010.
- BARBOSA, Henrique Cunha. Usufruto de cotas de fundos de investimento. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (coord.). *Fundos de investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- BARRETO FILHO, Oscar. *Regime juridico das sociedades de investimentos ("investment trusts")*. São Paulo: Max Limonad, 1956.
- BAUM, Daniel Jay; STILES, Ned B. *The Silent Partners: Institutional Investors and Corporate Control*. Lincoln: Authors Guild Blackprint.com, 1965.
- BEBCHUK, Lucian A.; HIRST, Scott. *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*. 2018. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3282794>>.
- BEN-DAVID, Itzhak; FRANZONI, Francesco A.; MOUSSAWI, Rabih, Exchange Traded Funds (ETFs). *Annual Review of Financial Economics*. v. 9, 2017. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2865734>>.
- BERGLÖF, Erik. Reforming corporate governance: redirecting the European agenda. In: COHEN, Stephen S.; BOYD, Gavin. *Corporate Governance and Globalization: Long Range Planning Issues*. Cheltenham: Edward Elgar, 2000.
- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. 2. ed. Tradução Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Nova Cultural, 1987.
- _____; _____. *The Modern Corporation & Private Property*. New Brunswick: Transaction Publishers, 1991.
- BERNARDES DE MELLO, Marcos. *Teoria do fato jurídico: plano da existência*. São Paulo: Saraiva, 2017.
- BERNHARDT, Thomas. *The European Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD): An Appropriate Approach to the Global Financial Crisis?* Colônia: Josef Eul Verlag, 2013.
- BEVILACQUA, Jonathan. Convergence and Divergence: Blurring the Lines Between Hedge Funds and Private Equity Funds. *Buffalo Law Review*, v. 54, 2006.
- BIDERMAN, Maria Tereza Camargo. *Dicionário de termos financeiros e bancários*. São Paulo: Disal, 2013.

BIFANO, Elide Palma. *O mercado financeiro e o imposto sobre a renda*. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

BIRDTHISTLE, William A. The Fortunes and Foibles of Exchange-Traded Funds: A Positive Market Response to the Problems of Mutual Funds. *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 33. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267466>.

_____; MORLEY, John (ed.). *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Cheltenham: Edward Elgar, 2018.

_____; _____. Introduction. In: BIRDTHISTLE, William A.; MORLEY, John (ed.). *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Cheltenham: Edward Elgar, 2018.

BISHOP, Simon; WALKER, Mike. *Economics of E.C. Competition Law: Concepts, Application and Measurement*. Londres: Sweet & Maxwell, 1999.

BLACK, Bernard S. Agents watching agents: the promise of institutional investor voice. *UCLA Law Review*, v. 39, 1991-1992.

_____. Shareholder Passivity Reexamined. *Michigan Law Review*, v. 89, 1990.

BRASIL. Congresso. Senado Federal. Secretaria de Comunicação Social. *Manual de redação*: Agência Senado, Jornal do Senado. Brasília: Senado Federal, 2001. Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/101978/manual_redacao_agencia.pdf?sequence=1>.

_____. *Constituição dos Estados Unidos do Brasil, de 18 de setembro de 1946*. Rio de Janeiro: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao46.htm>.

_____. *Decreto nº 6.306, de 14 de dezembro de 2007*. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Decreto/D6306.htm>.

_____. *Decreto-lei nº 157, de 10 de fevereiro de 1967*. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/Ccivil_03/Decreto-Lei/1965-1988/Del0157.htm>.

_____. *Decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940*. Rio de Janeiro: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/Del2627.htm>.

- _____. *Decreto-lei nº 7.583, de 25 de maio de 1945*. Rio de Janeiro: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1937-1946/Del7583.htm>.
- _____. *Lei nº. 4.595, de 31 de dezembro de 1964*. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4728.htm>.
- _____. *Lei nº. 4.728, de 14 de julho de 1965*. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4728.htm>.
- _____. *Lei nº. 4.729, de 14 de julho de 1965*. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/1950-1969/L4729.htm>.
- _____. *Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976*. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>.
- _____. *Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>.
- _____. *Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993*. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8668.htm>.
- _____. *Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>.
- _____. *Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>.
- _____. *Lei nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004*. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2004/Lei/L10.973.htm>.
- _____. *Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004*. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2004/Lei/L11033.htm>.
- _____. *Lei nº 11.053, de 29 de dezembro de 2004*. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2004/Lei/L11053.htm>.
- _____. *Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007*. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11478.htm>.

_____. *Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011*. Brasília, DF: Presidência da República. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12529.htm>.

_____. *Projeto de Lei nº 336, de 2018*. Disponível em: <<https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=7756203&ts=1545826554795&disposition=inline>>.

_____. *Projeto de Lei nº 2.732, de 1965*. Disponível em: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=1A45C71C3F14000A60943750A4F741F5.proposicoesWebExterno2?codteor=1196652&filena me=Dossie+-PL+2732/1965>.

BRATTON, William W. Introduction. In: BRATTON, William W. (ed.). *Corporate Law*. Aldershot: Ashgate Dartmouth, 2000.

_____; McCAHERY, Joseph A. *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2015.

BRITO, Osias. *Guia prático de economia e finanças*. São Paulo: Saraiva, 2016.

BUCHANAN, John; CHAI, Dominic Heesang; DEAKIN, Simon. *Hedge Fund Activism in Japan: The limits of shareholder primacy*. Cambridge: Cambridge University Press, 2012.

BULLARD, Mercer. The rise and fall of the mutual fund brand. In: BIRDTHISTLE, William A.; MORLEY, John (ed.). *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Cheltenham: Edward Elgar, 2018.

BUNDESANSTALT FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGSAUFSICHT. *2017 Annual Report*. Disponível em: <https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Jahresbericht/dl_jb_2017_en.pdf?__blob=publicationFile&v=3>.

BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. Artigos 19 & 20. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

BUXBAUM, Richard M. Institutional Owners and Corporate Managers: a Comparative Perspective. *Brooklyn Law Review*, n. 57, 1991.

CALABRESI, Guido. *The Future of Law & Economics*. New Haven: Yale University Press, 2016.

CAMARA, Kiwi Alejandro Danao. Classifying Institutional Investors. *The Journal of Corporation Law*, v. 30, 2005.

CARLSON, Ben. *The Gradual Explosion of Index Funds*. 3 ago. 2018. Disponível em: <<https://awealthofcommonsense.com/2018/08/the-gradual-explosion-of-index-funds/>>.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Fundos de investimento: aspectos polêmicos. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (coord.). *Fundos de investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CASTRO, Helio O. Portocarrero de. *Introdução ao mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1985.

CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e. 1. Fundos de investimentos privados norte-americanos: aspectos jurídicos e regulatórios dos fundos de *hedge* e fundos de *private equity* nos EUA. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.). *Sociedades anônimas e mercado de capitais: homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. *Controle gerencial*. São Paulo: QuartierLatin, 2010.

ÇELIK, Serdar; ISAKSSON, Mats. Institutional investors and ownership engagement. *OECD Journal: Financial Market Trends*, v. 2013/2, p. 96.

CHINA. *China Private Securities Investment Fund – Annual Industry Development Report 2016*. p. 1 Disponível em: <<http://www.amac.org.cn/tjsj/cbw/>>.

_____. *Investment Fund Law*, 2013. Versão oficial em inglês está disponível em: <<http://www.china.org.cn/english/government/207337.htm>>.

COATES, John C. *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve*. Minuta de setembro de 2018. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3247337>>.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. Artigo 2º. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

COLLIN, P. H. *Dictionary of Banking and Finance*. Teddington: Peter Colling Publishing, 1996.

COLLINS, Wayne D. Trusts and the Origins of Antitrust Legislation. *Fordham Law Review*, v. 81, n. 5, 2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Audiência Pública SNC 03/2015*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_snc/2015/snc0315.html>.

_____.	<i>Instrução</i>	<i>CVM</i>	<i>nº</i>	<i>40/1984.</i>	Disponível	em:
	< http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst040.html >.					
_____.	<i>Instrução</i>	<i>CVM</i>	<i>nº</i>	<i>186/1992.</i>	Disponível	em:
	< http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst186.html >.					
_____.	<i>Instrução</i>	<i>CVM</i>	<i>nº</i>	<i>209/1994.</i>	Disponível	em:
	< http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst209.html >.					
_____.	<i>Instrução</i>	<i>CVM</i>	<i>nº</i>	<i>227/1994.</i>	Disponível	em:
	< http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst227.html >.					
_____.	<i>Instrução</i>	<i>CVM</i>	<i>nº</i>	<i>279/1998.</i>	Disponível	em:
	< http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst279.html >.					
_____.	<i>Instrução</i>	<i>CVM</i>	<i>nº</i>	<i>302/1999.</i>	Disponível	em:
	< http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst302.html >.					
_____.	<i>Instrução</i>	<i>CVM</i>	<i>nº</i>	<i>356/2001.</i>	Disponível	em:
	< http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html >.					
_____.	<i>Instrução</i>	<i>CVM</i>	<i>nº</i>	<i>359/2002.</i>	Disponível	em:
	< http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst359.html >.					
_____.	<i>Instrução</i>	<i>CVM</i>	<i>nº</i>	<i>391/2003.</i>	Disponível	em:
	< http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst391.html >.					
_____.	<i>Instrução</i>	<i>CVM</i>	<i>nº</i>	<i>398/2003.</i>	Disponível	em:
	< http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst398.html >.					
_____.	<i>Instrução</i>	<i>CVM</i>	<i>nº</i>	<i>399/2003.</i>	Disponível	em:
	< http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst399.html >.					
_____.	<i>Instrução</i>	<i>CVM</i>	<i>nº</i>	<i>400/2003.</i>	Disponível	em:
	< http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html >.					
_____.	<i>Instrução</i>	<i>CVM</i>	<i>nº</i>	<i>409/2004.</i>	Disponível	em:
	< http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst409.html >.					
_____.	<i>Instrução</i>	<i>CVM</i>	<i>nº</i>	<i>415/2005.</i>	Disponível	em:
	< http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst415.html >.					
_____.	<i>Instrução</i>	<i>CVM</i>	<i>nº</i>	<i>423/2005.</i>	Disponível	em:
	< http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst423.html >.					

- _____. *Instrução CVM nº 444/2006.* Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst444.html>>.
- _____. *Instrução CVM nº 462/2007.* Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst462.html>>.
- _____. *Instrução CVM nº 472/2008.* Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst472.html>>.
- _____. *Instrução CVM nº 476/2009.* Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>>.
- _____. *Instrução CVM nº 477/2009.* Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst477.html>>.
- _____. *Instrução CVM nº 494/2011.* Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst494.html>>.
- _____. *Instrução CVM nº 512/2011.* Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst512.html>>.
- _____. *Instrução CVM nº 539/2013.* Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst539.html>>.
- _____. *Instrução CVM nº 554/2014.* Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>>.
- _____. *Instrução CVM nº 555/2014.* Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>.
- _____. *Instrução CVM nº 578/2016.* Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>>).
- _____. *Instrução CVM nº 579/2016.* Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst579.html>>.
- _____. *O mercado de valores mobiliários brasileiro.* 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. Disponível em:
<<http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>>.
- _____. *Relatório da Audiência Pública SNC 03/2015.* p. 4. Disponível em:
<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_snc/anexos/2015/ed032015_RelatorioAP.pdf>.

COMISSÃO EUROPEIA. *SWD(2012) 186 final.* Documento de trabalho dos serviços da comissão, síntese da avaliação de impacto que acompanha a Proposta de Diretiva do

Parlamento Europeu e do Conselho que altera a Diretiva 2009/65/CE do Conselho que coordena as disposições legislativas, regulamentares e administrativas respeitantes a alguns organismos de investimento coletivo em valores mobiliários (OICVM) no que se refere às funções do depositário, às políticas de remuneração e às sanções. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012SC0186&from=EN>>.

COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Editora Revista Dos Tribunais, 1970.

_____; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 136).

CREMERS, K. J. Martijn. *The Performance of Direct Investments in Real Assets: Natural Resources, Infrastructure and Commercial Real Estate*. maio 2013. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2337140>>.

CUMMING, Douglas; DAI, Na; JOHAN, Sofia A. Hedge Fund Regulation and Governance. In :BRATTON, William W.; McCAHERY, Joseph A. *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2015.

DANNEMAN, Gerhard. Comparative Law: Study of Similarities or Differences? In: REIMANN, Mathias; ZIMMERMANN, Reinhard. *The Oxford Handbook of Comparative Law*. Oxford: Oxford University Press, 2016. Disponível em: <[10.1093/oxfordhb/9780199296064.013.0011](https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199296064.013.0011)>.

DARI-MATTIACCI, Giuseppe; GUERRIERO, Carmine. A novel dataset on horizontal property rights in 126 jurisdictions. *Data in Brief*, v. 11, 2017. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.dib.2017.03.005>>. Para a base de dados das Nações Unidas, vide: <<http://www.un.org/en/sections/about-un/overview/index.html>>.

DELOITTE. *The reform of the German Investment Tax Act: Main content and impact for Asset Managers*. Disponível em: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/financial-services/performancemagazine/articles/lu_reform-german-investment-tax-act-092016.pdf>.

DIAS, Luciana P. *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*. Dissertação (mestrado), Universidade de São Paulo, 2005.

DINIZ, Rodrigo Pará. *Fundos de investimento no direito brasileiro: aspectos tributários e questões controversas em matéria fiscal*. São Paulo: Almedina, 2014.

DOIDGE, Craig *et al.* Can Institutional Investors Improve Corporate Governance Through Collective Action? *Rotman School of Management Working Paper No. 2635662*, set. 2015.

DOJ. *Herfindahl-Hirschman Index*. Disponível em: <<https://www.justice.gov/atr/herfindahl-hirschman-index>>.

DOTTA, Eduardo Montenegro. *A responsabilidade dos administradores de fundos de investimento no Novo Código Civil: uma abordagem da indústria dos fundos de Investimento*, voltada para a natureza da responsabilidade de seus administradores, sob a ótica dos novos princípios orientadores do direito privado e da regulamentação do setor. São Paulo: Textonovo, 2005.

DUFLOH, Rodrigo. *A proteção do investidor em fundos de investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017.

EGGERTSSON, Thráinn. *Economic behavior and institutions*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

EID JUNIOR, William. Perspectivas para a indústria brasileira de fundos. *Anuário 2014 da Indústria de Fundos de Investimento*. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/anuariodefundos/2014/pt/A_Industria_de_fundos/Investimento_no_Brasil/default.aspx>. Acesso em: 21 dez. 2014.

EIZRIK, N. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Ibmecc, 1977.

_____. *et al.* *Mercado de capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

_____. *et al.* *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ELFAKHANI, Said M.; HASSAN, M. Kabir; SIDANI, Yusuf M.; 16. Islamic mutual funds. In: HASSAN, M. Kabir; LEWIS, Mervyn K. *Handbook of Islamic Banking*. Cheltenham: Edward Elgar, 2007.

ELHAUGE, Einer. Horizontal Shareholding. *Harvard Law Review*, v. 129, 2016.

ERNST YEUNG. *UK Property Authorised Investment Funds: Time for another look?* Disponível em: <[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/UK_Property_Authorised_Investment_Funds_-_Time_for_another_look/\\$FILE/EY-UK-Property-Authorised-Investment-Funds.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/UK_Property_Authorised_Investment_Funds_-_Time_for_another_look/$FILE/EY-UK-Property-Authorised-Investment-Funds.pdf)>.

ESMA. *Who we are*. Disponível em: <<https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are>>.

EUA. *Investment Company Act, 1940*. Seção 4. Disponível em: <<http://legcounsel.house.gov/Comps/Investment%20Company%20Act%20Of%201940.pdf>>.

EUROPEAN COMMISSION, INTERNATIONAL MONETARY FUND, ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, UNITED NATIONS, WORLD BANK. *System of National Accounts 2008*. Nova Iorque, 2009. Disponível em: <<http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/docs/SNA2008.pdf>>.

FABOZZI, Frank J.; MANN, Steven V.; CHOUDHRY, Moorad. *The Global Money Markets*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2002.

FERREIRA, Miguel A.; MATOS, Pedro. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*. v. 88, 2008.

FICHTNER, Jan; HEEMSKERK, Eelke M.; GARCIA-BERNARDO, Javier. Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk. *Business and Politics*, v. 19, n. 2, 2017. Disponível em: <10.1017/bap.2017.6>.

FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. *FCA Handbook*. Seção 8.1.4. Disponível em: <<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COLL.pdf>>.

FINK, Matthew P. *The Rise of Mutual Funds: An Insider's View*. Oxford: Oxford University Press, 2008.

FINMA. *Institutions and products subject to the Collective Investment Schemes Act*. Disponível em: <<https://www.finma.ch/en/authorisation/institutions-and-products-subject-to-the-collective-investment-schemes-act/>>.

FONSECA, José Wladimir Freitsas da. *Mercado de capitais*. Curitiba: IESDE, 2009.

FORBES, William; HODGKINSON, Lynn. *Corporate Governance in the United Kingdom: Past, Present and Future*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2015.

FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

_____. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 2. ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. A natureza jurídica dos fundos de investimento. Conflito de interesses apurado pela própria assembléia de quotistas.

Quórum qualificado para destituição de administrador de fundo. *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros Editores, 2009.

FRANK, Murray. Comments on Chapter 12. In: NAKAMURA, Masao (ed.). *The Japanese Business and Economic System: History and Prospects for the 21st Century*. Nova Iorque: Palgrave, 2001.

FREIRE, José Luis de Salles; BURR, Luciana Maria Agoston. Diferenças entre FMIEE e FIP. *Capital Aberto*. ed. 83, jul. 2010. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/boletins/diferencas-entre-fmiec-e-fip/#.XA1Bt3pKgWp>>.

FREITAS, Bernardo Vianna. Fundos de Investimento em Participações (FIP) e Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE). In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (coord.). *Fundos de investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____; VERSIANI, Fernanda Valle (coord.). *Fundos de investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

FSA. *COLL Handbook*. Jan, 2019. 1.2.1. Disponível em: <<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COLL.pdf>>.

GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2011.

GICO JR, Ivo T. Metodologia e epistemologia da análise econômica do direito. *Economic analysis of law Review*, Brasília: Universa, v. 1, n. 1, p. 7-33, jan.-jun. 2010.

GILLIAT, Karagh; PITT, Cathy. *Retail investment funds in the UK (England and Wales): regulatory overview*. Thompson Reuters. Disponível em: <[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-501-3271?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/1-501-3271?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1)>. Acesso em: 26 dez. 2018.

GILSON, Ronald J.; BLACK, Bernard S. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets. *Journal of Financial Economics*, v. 47, 1998, p. 3. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=46909>>.

_____; GORDON, Jeffrey N. The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights. *Columbia Law Review*, n. 113, 2013, p. 865.

GOMES, Orlando. *Direitos reais*. 21. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

- GONG, Bo. *Understanding Institutional Shareholder Activism: A comparative study of the UK and China*. Nova Iorque: Routledge, 2014.
- GORTON, Gary B.; METRICK, Andrew. *Regulating the Shadow Banking System*. out. 2010. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1676947>>.
- GOSHEN, Zohar; HANNES, Sharon. The Death of Corporate Law. *ECGI Working Paper Series in Law*, n. 402/2018, 2018. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract_id=3171023>.
- GOYAL, Gauri, Inaugural Publisher's Letter. *The Journal of Alternative Investments*, v. 1, n. 1, 1998. Disponível em: <http://jai.ijournals.com/sites/default/files/IJ%20assets/pdfs/JAI_Vol_1_Issue_1_Letter.pdf>).
- GRAU, Eros Roberto. *O direito posto e o direito pressuposto*. 9. ed. São Paulo: Malheiros, 2014.
- GREENE, Thomas L. *Corporation Finance*. Nova Iorque: G. P. Putnam's Sons, 1897.
- GREMILLION, Lee. *Mutual Fund Industry Handbook: A Comprehensive Guide for Investment Professionals*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2005.
- GROH, Alexander *et al.* *The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index 2018*. 9. ed. IESE Business School University of Navarra, 2018. Disponível em: <<https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf>>).
- GRUNEWALD, Barbara. *Gesellschaftsrecht*. 6. ed. Tübingen: Mohr Siebeck, 2005.
- HARRIS, Lee, A Critical Theory of Private Equity. *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 35, n. 1, 2010, p. 266 e ss. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1557360>>.
- HE, Jie; HUANG, Jiekun. Product Market Competition in a World of Cross-Ownership: Evidence from Institutional Blockholdings. *Review of Financial Studies*, n. 30, p. 30-33.
- HILL, Jennifer G. Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes. *Seattle University Law Review*, v. 41, 2018.
- HIRSCHMAN, Albert O. *Exit, Voice, and Loyalty: Responses do Decline in Firms, Organizations, and States*. Cambridge: Harvard University Press, 1970.
- HOPT, Klaus J. Preface. In: BAUMS, Theodor; BUXBAUM, Richard M.; HOPT, Klaus J. (ed.). *Institutional Investors and Corporate Governance*. Berlim: Walter de Gruyter, 1994.

HOTCHKISS, Edith S.; MOORADIAN, Robert M. *Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms*. 1997. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1883>>.

HU, Henry T. C.; MORLEY, John D. A Regulatory Framework for Exchange Traded Funds. *Southern California Law Review*, n. 91, jul. 2018. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3137918>.

HYLTON, Keith N. *Law and Economics Versus Economic Analysis of Law*. *European Journal of Law and Economics*. mar. 2018 (no prelo). Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3024605>>.

IACOBUCCI, Edward M. Innovation and the Organizational Contract: Lessons from Income Trusts. *New York University Law Review*, v. 88, 2013.

IIFA. *Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows*. First Quarter 2018. Disponível em: <https://www.iifa.ca/files/1530106358_IIFA%20-%20Worldwide%20Open-End%20Fund%20Report%20-%20Q1%202018.pdf>.

_____. *Worldwide Regulated Open-End Fund Assets and Flows*. First Quarter 2018. Disponível em: <https://www.iifa.ca/files/1530106358_IIFA%20-%20Worldwide%20Open-End%20Fund%20Report%20-%20Q1%202018.pdf>.

INNERARITY, Daniel. *Un mundo desincronizado*. Disponível em: <<http://www.danielinnerarity.es/app/download/6803836986/Un+mundo+desincronizado.pdf?t=1350647986>>.

IQUIAPAZA, Robert Aldo. *Performance, captação e foco das famílias de fundos de investimento*. Tese de Doutorado. Universidade Federal de Minas Gerais, out. 2009. Disponível em: <http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/bitstream/handle/1843/BUBD-9BGJA8/tese_robert_aldo_iquiapaza.pdf?sequence=1>).

ISSAKA, Leandro; MELLO, Caio Watanabe Rocha de. Fundos de investimento imobiliário (FII). In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (coord.). *Fundos de investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, 1976, p. 305-360. Disponível em: <[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)>.

JESCH, Thomas A. *Private-Equity-Beteiligung: Wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Rahmendingungen aus Investorensicht*. Gabler: Wiesbaden, 2004.

JOBMAN, Darrell (ed.). *The Handbook of Alternative Investments*. Nova Iorque: Wiley & Sons, 2002.

- JOLLS, Christine; SUNSTEIN, Cass R.; THALER, Richard. A Behavioral Approach to Law & Economics. *Stanford Law Review*, v. 50, 1998.
- JUDGE, Kathryn. Intermediary Influence. *The University of Chicago Law Review*, v. 82, n. 2, 2015.
- KAHAN, Marcel; ROCK, Edward B. Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 155, 2007. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=919881>>.
- KLEIN, April; ZUR, Emanuel. Entrepreneurial Shareholder Activism: Hedge Funds and other private investors. In: BRATTON, William W.; McCAHERY, Joseph A. *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2015.
- KRAAKMAN, Reinier *et al.* *A anatomia do direito societário: uma abordagem comparada e funcional*. Tradução Mariana Pargendler. São Paulo: Editora Singular, 2018.
- _____. *et al.* *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 3. ed. Oxford: Oxford University Press, 2017.
- KÜMPEL, Siegfried. *Direito do mercado de capitais: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.
- LEWIS, Ryan. *Corporate Debt Markets and Recovery Rates with Vulture Investors*, 2016. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2539585>>.
- LIU, Sue. Alternative Investment Funds – China. *International Comparative Legal Guides (ICLG)*. Disponível em: <<https://iclg.com/practice-areas/alternative-investment-funds-laws-and-regulations/china>>.
- LOWNHAUPT, Frederick. *Investment bonds, their issue and their place in finance*. Nova Iorque: G. P. Putnam's Sons, 1908.
- MACKENSEN, Marcus. *Institutionelle Anleger im Unternehmensrecht Deutschlands und der USA*. Frankfurt am Main: Lang, 2000.
- MANKIW, N. Gregory. *Macroeconomics*. 9. ed. Nova Iorque: Worth Publishers, 2016.
- _____. *Principles of Economics*. 8. ed. Boston: Cengage Learning, 2018.
- MARTINS NETO, Carlos. *A responsabilidade do cotista de fundo de investimento em participações*. São Paulo: Almedina, 2017.
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. Rio de Janeiro: FGV, 2017. v. I, t. 1.

- MAURER, Raimond. Institutional Investors in Germany: Insurance Companies and Investment Funds. *CFS Working Paper*, n. 2003/14, 2003. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=414100>>.
- MCVEA, Harry. 5. Alternative investments and retail investors – a bold but risky experiment. In ATHANASSIOU, Phoebus (ed.). *Research Handbook on Hedge Funds, Private Equity and Alternative Investments*. Cheltenham: Edward Elgar, 2012.
- METRICK, Andrew; YASUDA, Ayako. Venture Capital and other Private Equity: a Survey. *NBER Working Paper*, 16652, 2010. p. 2. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w16652>>.
- MICHAELS, Ralf. The Functional Method of Comparative Law. In: REIMANN, Mathias; ZIMMERMANN, Reinhard. *The Oxford Handbook of Comparative Law*. Oxford: Oxford University Press, 2016. Disponível em: <[10.1093/oxfordhb/9780199296064.013.0011](https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199296064.013.0011)>.
- MILLER, Geoffrey P. Law and Economics versus Economic Analysis of Law. *NYU Law and Economics Research Paper*, n. 11-16, abr. 2011. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1804920>>.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Portaria nº 309, de 30 de novembro de 1959*. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/acordos_e_convenios/Portaria_MF_309-1959.pdf>.
- MIYAMOTO, Koichi; TONAKA, Akira. Retail funds in Japan: regulatory overview. *Thomson Reuters Practical Law*. Disponível em: <[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-501-5077?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-501-5077?transitionType=Default&contextData=(sc.Default))>. Acesso em: 10 dez. 2018.
- MORAES, Luiza Rangel de. O papel dos fundos de investimento na recuperação judicial de empresas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 37. p. 15, jul. 2007.
- MORLEY, John. Collective Branding and the Origins of Investment Fund Regulation. *Virginia Law & Business Review*, n. 6, 2011, p. 10. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1762217>.
- _____. The Regulation of Mutual Fund Debt. *Yale Journal on Regulation*, v. 30, 2013, p. 5.
- _____. The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation. *Yale Law Journal*, v. 123, 2014.
- _____. Why do investment funds have special securities regulatin? In: BIRDTHISTLE, William A.; MORLEY, John (ed.). *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*. Cheltenham: Edward Elgar, 2018.

- MOYER, Steve; MARTIN, David; MARTIN, John D. *A Note on Distressed Investing: Buying Companies by Acquiring Their Debt*, 2012. p. 1 Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2149674>>).
- MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.
- NIX, Petra; CHEN, Jean Jinghan. *The Role of Institutional Investors in Corporate Governance: An Empirical Study*. Londres: Palgrave Macmillan, 2013.
- OATES, John C. *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve*. Minuta de setembro de 2018, p. 4-6. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3247337>>.
- O'BRIEN, Daniel P.; SALOP, Steven C. Competitive Effects of Partial Ownership: Financial Interest and Corporate Control. *Antitrust Law Journal*, v. 67, 2000, p. 559-614.
- OECD. *Institutional Investors in Latin America: Insurance and Pensions*. OECD, 2000. Disponível em: <<http://www.oecd.org/finance/private-pensions/institutionalinvestorsinlatinamerica.htm>>.
- _____. *Institutional Investors in the New Financial Landscape*. Paris: OECD Publications, 1998.
- _____. *Institutional Investors Statistics 2017*. Paris: OECD Publishing. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/instinv-2017-en>>.
- _____. *OECD Institutional Investors Statistical Yearbook*. 2000, Annex III, Glossary. Disponível em: <<https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=1712>>.
- _____. *OECD Institutional Investors Statistical Yearbook 2003*, Paris OECD Publishing, 2004. p. 131, 165, 167, 181, 196, respectivamente. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/9789264020009-en-fr>>.
- _____. *OECD Institutional Investors Statistics 2010-2017*. Paris OECD Publishing, 2018. Disponível em: <<https://doi.org/10.1787/instinv-2018-en>>).
- _____. *OECD Institutional Investors Statistics 2014*, OECD Publishing. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/instinv-2014-en>>.
- _____. *Strengthening Latin American Corporate Governance: The Role of Institutional Investors, Corporate Governance*. OECD Publishing, 2011. p. 30-31. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264116054-en>>.

OESTREICHER, Andreas; HAMMER, Markus (eds.) *Taxation of Income from Domestic and Cross-border Collective Investment: A Qualitative and Quantitative Comparison*. Heidelberg: Springer, 2014.

PAJISTE, Bernard. *Investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S.A., 1958.

PARGENDLER, Mariana. Direito societário em ação: análise empírica e proposições de reforma. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, ano 16, v. 59, 2013.

_____. *Evolução do direito societário: lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013.

_____. How Universal is the Corporate Form? *Reflections on the Dwindling of Corporate Attributes in Brazil*. February 20, 2018. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3126838>>.

_____. State Ownership and Corporate Governance. *Fordham Law Review*, v. 80, n. 6, 2012. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1854452>>.

PATEL, Menesh S. Common Ownership, Institutional Investors, and Antitrust. *Antitrust Law Journal*, v. 82, n. 1. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2941031>>.

PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de investimento: estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018. v. 4.

PETERSEN, André. *A indústria de hedge fund no Brasil: uma avaliação preliminar*. Dissertação de Mestrado. Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas. 2007. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/282/2213.pdf>>).

PITTA, Andre Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais: Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____. *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Direito das obrigações: sociedades por ações (continuação). Sociedade em comandita por ações. Contrôlo das sociedades. Sociedades de investimento, de crédito e de financiamento*. São Paulo: Editora Revista Dos Tribunais, 2012. t. 51 (Coleção tratado de direito privado: parte especial; 51). Atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto).

- _____. *Tratado de direito privado*. Atualizado por Vilson Rodrigues Alves. Campinas: Bookseller, 2001. t. XII.
- POSNER, Eric A.; SCOTT MORTON, Fiona M; WEYL, E. Glen. A Proposal to Limit the Anti-Competitive Power of Institutional Investors. *Antitrust Law Journal*, v. 81, n. 3, 2018.
- RAMSEYER, J. Mark. *Business Organizations*. 2. ed. Nova Iorque: Wolters Kluwer, 2017.
- REAMER, Norton; DOWNING, Jesse. *Investment: a history*. Chichester: Columbia University Press, 2016.
- RECEITA FEDERAL DO BRASIL. *Instrução Normativa nº 1.585, de 31 de agosto de 2015*. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto=67494&visao=anotado>>.
- REITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- REYES, Francisco. *Direito societário americano: estudo comparativo*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.
- RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; AGUSTINHO, Eduardo Oliveira. Os investidores institucionais e o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. In: WALD, Arnoldo; GONÇALVES, Fernando; SOARES DE CASTRO, Moema Augusta (coord.). *Sociedades anônimas e mercado de capitais: homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.
- ROCHA, Tatiana Nogueira da. *Fundos de investimento e o papel do administrador: a indústria dos fundos no mercado brasileiro e a liberdade para agir, os poderes e obrigações dos seus administradores*. São Paulo: Textonovo, 2005.
- ROE, Mark J. Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States. *Yale Law Journal*, v. 102, n. 8.
- _____. Political Elements in the Creation of a Mutual Fund Industry. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 139, n. 6, jun. 1991.
- _____. *Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton: Princeton University Press, 1994.
- ROUWENHORST, K. Geert. The Origins of Mutual Funds. *Yale ICF Working Paper*, n. 04-48, dez. 2004. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=636146>>.

- RUSSEL, Ray. *An Introduction to Mutual Funds Worldwide*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2007.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002.
- _____. *Teoria crítico-estruturalista do direito comercial*. São Paulo: Marcial Pons, 2015.
- SALOMÃO NETO, Eduardo. *O trust e o direito brasileiro*. São Paulo: Editora Trevisan, 2016 [livro eletrônico].
- SANDRONI, Paulo. *Dicionário de economia do século XXI*. 2. ed. Rio de Janeiro: Editora Record, 2006.
- SANTOS, João Victor Guedes; XAVIER, Camila Caçador. As vantagens e armadilhas dos FIPs. *Jota*. 10 jul. 2018. Disponível em: <https://www.jota.info/?pagename=paywall&redirect_to=//www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-do-l-o-baptista-advogados/as-vantagens-e-armadilhas-dos-fips-10072018>.
- SCHNEEWEIS, Thomas, Inaugural Editor's Letter. *The Journal of Alternative Investments*, v. 1, n. 1, 1998. Disponível em: <http://jai.ijournals.com/sites/default/files/IJ%20assets/pdfs/JAI_Vol_1_Issue_1_Letter.pdf>.
- SEIPP, David J. Trust and Fiduciary Duty in the Early Common Law. *Boston University Law Review*, v. 91, p. 1011.
- SEKHAR, G. V. Satya. *The management of Mutual Funds*. Palgrave Macmillan, 2017.
- SHISHIDO, Zenichi. Institutional Investors and Corporate Governance in Japan. In: BAUMS, Theodor; BUXBAUM Richard M.; HOPT, Klaus J. (ed.). *Institutional Investors and Corporate Governance*. Berlin: Walter de Gruyter, 1994.
- SMITH, D. Gordon. The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty. *Vanderbilt Law Review*, v. 55, 2002.
- SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins. *Fundos de investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características*. Dissertação de Mestrado UNB, 2016. Disponível em: <http://repositorio.unb.br/bitstream/10482/20807/1/2016_SaintClairDinizMartinsSouto.pdf>.
- SPANGLER, Timothy. *The Law of Private Investment Funds*. 2. ed. Oxford: Oxford University Press, 2012.
- SPELLMANN, Till. *Institutionelle Investoren im Recht der (echten) Publikumsgesellschaften*. Zurich: Schulthess, 2004.

- STAPLEDON, G.P. *Institutional Shareholders and Corporate Governance*. Oxford: Clarendon Press, 1996.
- STOWELL, David P. *Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity*. 2. ed. Waltham: Elsevier, 2013.
- STRAMPELLI, Giovanni. Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing. *San Diego Law Review*, 2018. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3187159>>.
- SUGITA, Kohji. *Global Investment Funds: Changes in the Last 30 Years and Future Challenges*. Japan Securities Research Institute, 2016. Disponível em: <http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1611_01.pdf>.
- SZTAJN, Rachel. Quotas de fundos imobiliários – novo valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 93, jan.-mar. 1994.
- TANAKA, Akira; MIYAMOTO, Koichi. *Retail investment funds in Japan: regulatory*. Thompson Reuters Collection of Practical Law, 2018. Disponível em: <[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-501-5077?navId=F8D9D0BFF49C9A3D3C5F247930E788F9&comp=pluk&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-501-5077?navId=F8D9D0BFF49C9A3D3C5F247930E788F9&comp=pluk&transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1)>. Acesso em: 7 dez. 2018.
- TANNOUS, Thiago Saddi. *Proteção à liquidez no mercado de capitais brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.
- UCITSD (disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0065&from=EN>>).
- UNIÃO EUROPEIA. *Diretiva 2004/39/CE*. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0039&from=EN>>.
- _____. *Diretiva 2009/65/CE*. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0065&from=EN>>.
- _____. *Diretiva 2011/61*. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32011L0061&from=EN>>.
- _____. *Diretiva 2014/65/UE*. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=EN>>.
- _____. *Diretiva 2014/91/EU*. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/NIM/?uri=CELEX:32014L0091>>.

_____. *Diretiva 85/611/CEE*. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31985L0611&from=PT>>.

_____. *Diretiva 85/611/EEC*. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:31985L0611&from=PT>>.

_____. *Fundos europeus de capital de risco*. Síntese de: Regulamento (UE) n° 345/2013 relativo aos fundos europeus de capital de risco. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/HTML/?uri=LEGISSUM:24040404_1&from=EN>.

_____. *Regulamento (UE) 2017/1131 do Parlamento Europeu e do Conselho relativo aos fundos do mercado monetário*. jun. 2017. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1131&from=PT>>.

_____. *Regulamento UE n° 345/2013*. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0345&from=EN>>.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Mutual Funds and ETFs: A Guide for Investors*. Disponível em: <<https://www.sec.gov/investor/pubs/sec-guide-to-mutual-funds.pdf>>.

VEIGA, Marcelo Godke. O mercado secundário de valores mobiliários, as bolsas. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). *Regulação brasileira do mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2015.

WANG, Y. James. Retail funds in China: regulatory overview. *Thomson Reuters Practical Law*. Disponível em: <[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-015-9154?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-015-9154?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1)>. Acesso em: 10 dez. 2018.

Who is a Professional Investor in Japan? *The magazine of the British Chamber of Commerce in Japan*. 2012. Disponível em: <<https://bccjacumen.com/who-is-a-professional-investor-in-japan/>>. Acesso em: 7 dez. 2018.

WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht I (Grundlagen)*. Munique: Beck, 1980.

WILCOX, Jarrod W.; FABOZZI, Frank J. Appendix A: Traditional Asset Classes and Alternative Assets. In: WILCOX, Jarrod W.; FABOZZI, Frank J. *Financial Advice and Investment Decisions: A Manifesto for Change*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2013.

YAZBEK, Otavio. Prefácio. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (coord.). *Fundos de investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

_____. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

YOUNG, Suzanne; GATES, Stephen. *Institutional Investors' Power to Change Corporate Behavior*. Bingley: Emerald, 2013.

ZETZSCHE, Dirk A. *The Anatomy of European Investment Fund Law*. 2017. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2951681>).

APÊNDICE I – PAÍSES COM FUNDOS DE INVESTIMENTO

País	Fonte
Albania	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Algeria	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Angola	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Argentina	https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/9133/1/Dissertacao%20Marcelo%20de%20Jesus.pdf
Armenia	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Australia	https://asic.gov.au/regulatory-resources/funds-management/
Austria	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Azerbaijan	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page14
Bahamas	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Bahrain	http://www.scb.gov.bs/acts_regs.html
Bangladesh	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Belarus	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Belgium	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Belize	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page15
Benin	https://www.ifsc.gov.bz/licensed-service-providers/
Bolivia	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Bosnia-Herzegovina	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Botswana	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Brazil	http://www.nbfira.org.bw/investment-institutions
British Virgin Islands	http://circlepartners.com/files/6914/8095/0823/CIRCLE6011_Brochure_BVI.pdf
Bulgaria	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Burkina Faso	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Burundi	http://www.bnb.bg/BankSupervision/BSFinansInstitution/BSFIReg_Introduction/index.htm
Cambodia	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Cameroon	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Canada	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Cayman Islands	https://www.applebyglobal.com/publication-pdf/guide/guide-to-investment-funds-in-the-cayman-islands.pdf
Chad	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Chile	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
China	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page16
Colombia	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Comores	http://lescomores.com/en/economy/investing-in-comoros.php
Croatia	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page17
Cyprus	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Czech Republic	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Denmark	https://www.cysec.gov.cy/en-GB/cysec/vision-mission/
Djibouti	http://www.djiboutinvest.com/
Dominican Republic	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Ecuador	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Egypt	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page18
El Salvador	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Estonia	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page19
Ethiopia	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Fiji	http://www.investmentfiji.org.fj/pages.cfm/for-investors/doing-business-in-fiji/policies.html
Finland	http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_en/index_en.jsp
France	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
France	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Georgia	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Germany	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page20
Germany	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Ghana	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page21

País	Fonte
Gibraltar	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Greece	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Guatemala	https://www.companyformationgeorgia.com/types-of-investment-funds-in-georgia
Hong Kong	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Hungary	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Iceland	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
India	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Indonesia	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page24
Ireland	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Israel	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Israel	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Italy	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Ivory Coast	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page26
Jamaica	https://www.sebi.gov.in/powers-and-functions.html
Japan	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Jordan	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Kazakhstan	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page27
Kenya	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Korea	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Korea South	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page28
Kuwait	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Kyrgyzstan	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page29
Latvia	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Lebanon	https://jis.gov.jm/procurements/financial-services-commission-jamaica/
Lesotho	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Lithuania	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Luxembourg	http://www.jordanfinancialservices.com/about-sector/jordan-securities-commission
Macedonia	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Madagascar	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Malawi	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Malaysia	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page31
Mali	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Malta	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Mauritania	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Mauritius	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page32
Mexico	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Moldova	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Mongolia	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Montenegro	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Morocco	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page45
Mozambique	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page33
Myanmar	https://www.deltacapital.com/
Namibia	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Nepal	https://toughnickel.com/personal-finance/buy-mutual-fund-in-nepal
Netherlands	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
New Zealand	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Nicaragua	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Nigeria	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Norway	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Oman	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Pakistan	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Panama	https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/9133/1/Dissertacao%20Marcelo%20de%20Jesus.pdf
Papua New Guinea	https://www.ipa.gov.pg/why-png/how-to-invest-in-papua-new-guinea/
Paraguay	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Peru	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf

País	Fonte
Philippines	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Poland	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Portugal	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Portugal	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Qatar	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page34
Romania	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Russian Federation	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Rwanda	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Saint Vincent and the Grenadines	http://www.gov.vc/index.php/business/investment-opportunities
Sao Tome and Principe	https://www.plmj.com/xms/files/newsletters/2018/Maio/Investing_in_Sao_Tome_and_Principe.pdf
Saudi Arabia	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Senegal	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Serbia	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page35
Seychelles	http://www.mondaq.com/x/244252/offshore+financial+centres/Investment+Funds+In+The+Seychelles
Singapore	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Slovak Republic	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Slovenia	https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/9133/1/Dissertacao%20Marcelo%20de%20Jesus.pdf
Solomon Islands	https://www.usp.ac.fj/index.php?id=13202
South Africa	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Spain	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Sri Lanka	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Sweden	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Switzerland	http://www.qcb.gov.qa/English/SupervisionApproach/LicensingAndRegistration/Pages/Licensing.aspx
Syria	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Taiwan	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Tanzania	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page46
Thailand	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Trinidad and Tobago	https://www.republictt.com/personal/republic-caribbean-equity-fund
Tunisia	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Turkey	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Uganda	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Ukraine	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
United Arab Emirates	http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2018/MAS-introduces-new-corporate-structure-to-enhance-fund-ecosystem-in-Singapore.aspx
United King	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
United Kingdom	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page38
United States	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Uruguay	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page39
Vanuatu	https://www.vfsc.vu/mutual-funds-forms/
Venezuela	https://www.fsc.co.za/Regulated%20Entities/Pages/LR-CIS-Hedge-Funds.aspx
Vietnam	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Zambia	https://blog.iese.edu/vcpeindex/files/2018/02/report2018.pdf
Zimbabwe	https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017_instinv-2017-en#page40

APÊNDICE II – LINHA DO TEMPO DE REGULAÇÃO DOS FUNDOS NO BRASIL

Ano	Evento
1940	Decreto Lei nº 2.627/40, que regulou as sociedades anônimas. Criado com o objetivo de criar um mercado financeiro e de capitais sólido, possibilitando desenvolvimento industrial. ⁹⁷⁹
1940	Surgimento das primeiras sociedades de investimento
1945	Decreto-Lei nº 7.583/45, que regulava a criação sociedades de crédito, financiamento ou investimentos. ⁹⁸⁰ O Decreto-Lei é bastante curto, constituindo basicamente de dois artigos com dispositivos relacionados às referidas sociedades, os quais, basicamente (i) negam às referidas sociedades as prerrogativas da Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária (art. 1º, caput), permitindo investimento de capital nacional e estrangeiro (art. 1º, para. 1º), e (ii) que a regulamentação estaria a cargo do Ministro da Fazenda, a partir de proposta da Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária. ⁹⁸¹ Nas palavras de Peter Ashton, o Decreto Lei foi feito “em termos restritos quanto às palavras mas amplos quanto aos efeitos”. ⁹⁸²
1946	A Constituição Federal de 1946 regulou a competência da União para fiscalizar as operações de estabelecimento de crédito, capitalização e de seguro (Art. 5, IX), e normas de direito financeiro (Art. 5, XV). ⁹⁸³ Segundo Peter Ashton, “reclamava-se em todo o País e se aguardava que o Presidente da República, no uso de seu poder de iniciativa, atribuído pelo texto constitucional, encaminhasse à Câmara dos Deputados projeto de lei regulando as sociedades de crédito, de financiamento e investimento, cuja necessidade era evidente, para garantia das relações delas com seus mutuários”. ⁹⁸⁴ Tal regulamentação foi feita pela Portaria nº 309/1959 ⁹⁸⁵

⁹⁷⁹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 43.

⁹⁸⁰ ASHTON, Peter Walter. *Companhias de investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963. p. 14.

⁹⁸¹ “Art. 1º Não gozam das prerrogativas e vantagens previstas na legislação referente à Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária, nem se subordinam às disposições dos arts. 5º e 6º do Decreto-lei nº 6.419, de 13 de abril de 1944, alterado pelo Decreto-lei nº 6.541, de 29 de maio de 1944, as sociedades de crédito, financiamento ou investimentos, desde que não recebam depósitos.

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

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

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

Art. 4º Revogam-se as disposições em contrário” Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1937-1946/Del6419.htm>.

⁹⁸² ASHTON, Peter Walter. *Companhias de investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963. p. 14.

⁹⁸³ Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Constituicao46.htm>.

⁹⁸⁴ ASHTON, Peter Walter. *Companhias de investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963. p. 15.

Ano	Evento
1950	Plano de Metas do Governo JK. Intenção de industrialização, influenciada pela CEPAL ⁹⁸⁶
1952	Criação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), “principal instrumento do Estado brasileiro no financiamento de projetos de desenvolvimento econômico.” ⁹⁸⁷
1957	Constituição do Fundo Crescincó, primeiro e mais importante fundo na forma de condomínio (aberto) ⁹⁸⁸
1959	Portaria 309 do Ministério da Fazenda, de 1959, que permitiu “a constituição de fundos em conta de participação ou em condomínio” pelas Companhias de Crédito e Financiamento. ⁹⁸⁹ A portaria também criou limitações para a participação dos fundos e das sociedades de investimento nas suas investidas em “20% do capital votante da empresa considerada”. ⁹⁹⁰
1964	Lei nº 4.595/64, que estruturou o mercado financeiro nacional, disciplinou instituições financeiras, criou o CMN e o Banco Central
1964	Governo Castelo Branco implementou a primeira “política de incentivos para a evolução do mercado de capitais”, que concedia tratamento fiscal mais favorável para investidores e companhias de capital aberto ⁹⁹¹
1965	Lei nº 4.729/64, que disciplinou o mercado de capitais e dá competências ao CMN para regulamentar os fundos de investimento. ⁹⁹²
1967	Decreto Lei nº 157/1967. ⁹⁹³ O DL 157 “permitia aos contribuintes alocar uma parte do seu imposto de renda federal devido, para fazer investimentos pessoais em companhias abertas através de certos fundos mútuos (os ‘Fundos 157’) – tornando, assim, a compra de ações em companhias cotadas

⁹⁸⁵ Segundo ASHTON, houve amplo questionamento da constitucionalidade de tal Portaria, eis que não teria cumprido o trâmite legislativo imposto pela Constituição Federal de 1946 (ASHTON, Peter Walter. *Companhias de investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963. p. 16).

⁹⁸⁶ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 45-46.

⁹⁸⁷ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 45.

⁹⁸⁸ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 58.

⁹⁸⁹ Conforme item V, “3”. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/acordos_e_convenios/Portaria_MF_309-1959.pdf>.

⁹⁹⁰ “VIII – As sociedades de investimento, assim consideradas as que transacionem com ações, debêntures, letras hipotecárias e partes beneficiárias, ou com títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, não estão sujeitas ao capital mínimo previsto no item V, nem no disposto no item VI. Sem prejuízo deste tratamento, as aludidas sociedades poderão efetuar também operações de financiamento, desde que exclusivamente com recursos próprios, ou seja, até o limite de seu capital realizado e reservas livres. Para gozar da vantagem supra é necessário ainda: 1º – que o montante das aplicações em títulos de uma única empresa não exceda 10% do total das referidas aplicações, nem 20% do capital votante da empresa considerada”.

⁹⁹¹ PARGENDLER, Mariana. *Evolução do direito societário: lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 186.

⁹⁹² FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 93.

⁹⁹³ Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/Del0157.htm>.

Ano	Evento
	essencialmente gratuita da perspectiva do acionista, já que o preço era pago pelo governo federal” ⁹⁹⁴ O DL 157, “conferia às pessoas físicas e às jurídicas o direito de aplicar, respectivamente, até 10% e 5% do imposto sobre a renda na aquisição de ações (ou debêntures) emitidas por sociedade de capital aberto”. ⁹⁹⁵ Os fundos do DL 157 impactaram fortemente a economia, pois incentivaram fortemente a aquisição de ações de companhias abertas no Brasil. Foi eminentemente tributário ⁹⁹⁶ (como o é atualmente).
Década de 1960	A atuação estatal foi ainda mais clara quando impôs obrigação legal de fundos de pensão e companhias de seguro a investirem percentual mínimo de suas carteiras no mercado local de ações. ⁹⁹⁷ Assim, criou-se a figura do “acionista compulsório”. Todavia, apesar desses esforços, grande parte do resultado foi o maior investimento em empresas públicas, desviando a atenção do setor privado para o público. ⁹⁹⁸ As sociedades de economia mista controladas pelo governo tiveram crescimento expressivo nessa época, tendo sido consideradas um dos melhores investimentos no mundo na década de 1950. Elas representavam 75% do volume de negociações no mercado nacional.
1970	Resolução 145 do Bacen criou a figura do “Fundo Mútuo de Investimento”, na estrutura de condomínio. ⁹⁹⁹
1971	Crise especulativa decorrente dos incentivos tributários. ¹⁰⁰⁰ Queda das cotações e do volume de operações.
1972	Criação dos fundos de ações. ¹⁰⁰¹ Os fundos mudaram estratégia em decorrência da crise econômica. ¹⁰⁰²

⁹⁹⁴ PARGENDLER, Mariana. *Evolução do direito societário: lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 186.

⁹⁹⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 48.

⁹⁹⁶ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 49.

⁹⁹⁷ PARGENDLER, Mariana. *Evolução do direito societário: lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 186.

⁹⁹⁸ PARGENDLER, Mariana. *Evolução do direito societário: lições do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 187.

⁹⁹⁹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 62.

¹⁰⁰⁰ “Os incentivos fiscais criados pelo governo e o otimismo gerado pelo rápido crescimento das empresas, verificado no período do milagre econômico, levaram a uma elevação exacerbada e sem precedentes das cotações e do volume de transações nas bolsas de valores do Rio de Janeiro e de São Paulo no primeiro semestre de 1971. Para ilustrar a intensidade da febre especulativa, no primeiro semestre de 1971, o volume de transações na Bolsa do Rio de Janeiro foi 7,5 vezes maior que o verificado no mesmo período de 1970 [...]” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 49).

¹⁰⁰¹ BRITO, Osias. *Guia prático de economia e finanças*. São Paulo: Saraiva, 2016.

¹⁰⁰² Sobre evolução econômica dos fundos no século XX, vide: ALVES JUNIOR, Antonio José. Fundos mútuos de investimento no Brasil: a expansão da indústria nos anos 1990 e perspectivas para o futuro. *CEPAL LC/BRS/R.143*, nov. 2003. Disponível em: <http://repositorio.cepal.org/bitstream/11362/28379/1/LCbrsR143_pt.pdf>.

Ano	Evento
1976	Lei nº 6.385/76, Lei do Mercado de Capitais. Criação da CVM
1984	Criação dos fundos de renda fixa ¹⁰⁰³
1984	ICVM 40 cria os clubes de investimento. ¹⁰⁰⁴
1985	Fundos de Investimento passam a ser divididos em (i) fundos de renda fixa, e (ii) fundos de ações ¹⁰⁰⁵
Década de 1990	Crescimento dos Fundos de Pensão, que passaram de uma carteira de US\$ 18 bilhões (1991) para aproximadamente US\$ 80 bilhões (2000), que foi viabilizado por alterações institucionais e macroeconômicas. Todavia, também houve redução no número de Companhias listadas, de 579 em 1990 para 412 em 2000. ¹⁰⁰⁶
1985	Fundos de Investimento passam a ser divididos em (i) Fundos de Renda Fixa, e (ii) Fundos de Ações
1992	Bacen autoriza a constituição de fundos de investimento em <i>commodities</i> por meio da Resolução 1.912.
1993	Lei nº 8.668 cria os fundos de investimento imobiliário
1994	ICVM 209 regulamenta os fundos mútuos de investimento em empresas emergentes
1999	ICVM 302 regulamenta os fundos de investimento em títulos e valores mobiliários.
2001	Cotas de fundos de investimento passam a ser valores mobiliários por meio da Lei nº 10.303 que alterou a Lei das S.A. ¹⁰⁰⁷
2001	ICVM 356 regulamenta os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC)
2002	ICVM 359 regulamenta os fundos de índice (ETF)
2003	ICVM 391 regulamenta os fundos de investimento em participações (FIP)
2004	Competência de regular fundos deixa de ser conjunta entre Bacen e CVM e passa a ser exclusiva da CVM por meio do convênio celebrado entre ambas as instituições. ¹⁰⁰⁸
2004	ICVM 409 estrutura os fundos de investimento. Cria regras de diversificação de portfólio (regra de concentração por emissor em relação ao patrimônio líquido): (i) 20% quando for instituição financeira, (ii) 10% quando for companhia aberta, (iii) 10% quando for fundo de investimento, (iv) 5% quando não for “i” ou “ii”, e (v) sem limites quando for a União Federal. ¹⁰⁰⁹ Também cria a categoria de fundos exclusivos (i.e., com somente um cotista).

¹⁰⁰³ BRITO, Osias. *Guia prático de economia e finanças*. São Paulo: Saraiva, 2016.

¹⁰⁰⁴ EIZIRIK, Nelson *et al.* *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 112.

¹⁰⁰⁵ BRITO, Osias. *Guia prático de economia e finanças*. São Paulo: Saraiva, 2016.

¹⁰⁰⁶ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 61.

¹⁰⁰⁷ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo, Quartier Latin, 2005. p. 94.

¹⁰⁰⁸ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 75-76.

¹⁰⁰⁹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 82.

Ano	Evento
2009	Criação da ANBIMA, como resultado da fusão entre Anbid e Andima, com o objetivo de aprimorar a indústria de fundos de o mercado de capitais brasileiro. ¹⁰¹⁰
2014	ICVM 555 substitui a ICVM 409, reestruturando os fundos de investimento. Subdivide os fundos em quatro categorias: (i) fundos de renda fixa, (ii) fundos de ações, (iii) fundos cambiais, e (iv) fundos multimercado.
2016	ICVM 578 substitui a ICVM 391, reestruturando os fundos de investimento em participação. Revoga a ICVM que criou os FMIEEs, passando esses a serem FIP- Empresa Emergente.

¹⁰¹⁰ BRITO, Osias. *Guia prático de economia e finanças*. São Paulo: Saraiva, 2016.

APÊNDICE III – TIPOS DE FUNDOS ATUALMENTE REGULADOS PELA CVM

Tipo de Fundo	Norma	Condomínio	PL mínimo	Composição de Carteira	Diversificação	Mínimo Cotistas	Registro	Oferta Pública	Informação
Fdo Inv. Em Dir. Creditórios – Proj. Interesse Social	ICVM 399	fechado (art. 1, VII)	Não há.	Mínimo 95% de cotas em recebíveis originados a partir de Projetos de Interesse Social (art. 57)	Não há.	Não há	Depende de registro prévio (art. 9)	Dependem de registro na CVM (art. 18, §1, I)	Prospecto (art. 5)
Fdos. Conv. Capital Estrangeiro (Área Livre)	ICVM 227	aberto (art. 1)	R\$ 50 mil (art. 4, §2, IV)	Mínimo 70% em ações (art. 36)	5% do capital votante ou 20% do capital total, 10% do PL do fundo (art. 41)	Não há	Depende de registro prévio (art. 4)	Não há	Informes mensais e semestrais (art. 51)
Fdos. Conv. De Capital Estrangeiro (Área Inc.)									
Fdos. De Aposentadoria Programada Individual	ICVM 423	Não há	Não há.	Não há.	Não há.	Não há.	Depende de registro prévio (art. 2, §1)	Não há.	Informes diários, mensais e prospecto (art. 3)
Fdos. De Inv. Em Cota de FIDC – FICFIDC	ICVM 356	aberto ou fechado (art. 3,I)	R\$ 500 mil (art. 9,III)	Mínimo 50% em direitos Creditórios (art. 40)	5 investidas (i.e., máximo 20% do PL por emissor) (art. 40-A)	Não há	Todos dependem de registro prévio (art. 8)	Somente fundos fechados, dependem de registro na CVM	Informe mensal (art. 45)
Fdos. De Inv. Em Direitos Creditórios – FIDC				Mínimo de 95% em cotas de FIDCs (art. 2, IV)					
Fundos de Inv. FGTS	ICVM 462	aberto (art. 2)	Não há.	Não há.	Não há.	Não há	Depende de registro prévio (art. 7)	Não há	Informes trimestrais, semestrais e anuais (art. 26)

Tipo de Fundo	Norma	Condomínio	PL mínimo	Composição de Carteira	Diversificação	Mínimo Cotistas	Registro	Oferta Pública	Informação
Fundo de Investimento – Renda Fixa	ICVM 555	aberto ou fechado (art. 3,I)	R\$ 1 milhão (art. 138)	Mínimo de 80% de ativos de renda fixa (art. 110)	20% do PL se instituição financeira, 10% se companhias abertas, 5% se outra instituição, mas sem limites para títulos da União Federal. (art. 102)	Não há	Fundos abertos, independe de registro prévio.	Somente fundos fechados, dependem de registro na CVM (art. 21)	Fundos abertos de varejo precisam de lâmina.
Fundo de Investimento – Ações	ICVM 555			Mínimo de 67% de ações e títulos privados (art. 115, §1º, I)					
Fundo de Investimento – Multimercado	ICVM 555			Não há.					
Fundo de Investimento – Cambial	ICVM 555			Mínimo de 80% de títulos cambiais (art. 116,§ único)					
Fundo de Cotas de Fundo de Investimento	ICVM 555			Mínimo de 95% em cotas de fundos, exceto os fundos multimercado (art. 119)					
Fundos de Investimento em Cotas de FIP	ICVM 578	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável	Não aplicável
Fundos de Investimento em Índice de Mercado	ICVM 359	aberto (art. 5)	Não há.	Mínimo de 95% em ativos financeiros que integrem o índice de referência, e posição líquida comparada em contratos futuros (art. 58)	Não há.	Não há	Dependente de registro prévio (art. 6)	Depende de autorização da CVM (art. 28)	Informes diários, mensais, e anuais (art. 43)
FIP	ICVM 578	fechado (art. 5)	Não há.	Mínimo de 90% em ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas	Não há.	Não há	Dependem de registro prévio na CVM (art.2)	Depende de registro na CVM (art. 22) salvo nos casos de dispensa de registro previstos em regulamentação específica,	Informes trimestrais, semestrais e anuais (art. 45)
FIP – Produção Econômica Intensiva	Lei nº 11.478/2007	aberto ou fechado (art. 5)	Não há.	[Idem FIP][...] em sociedades limitadas que desenvolvam	Não há.	5 cotistas e nenhum com			

Tipo de Fundo	Norma	Condomínio	PL mínimo	Composição de Carteira	Diversificação	Mínimo Cotistas	Registro	Oferta Pública	Informação
em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação	e ICVM 578	17)		atividades de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação no território nacional		mais de 40% das cotas (art. 1, §6 da lei)			
FIP Infraestrutura	Lei nº 11.478/2007 e ICVM 578	aberto ou fechado (art. 17)	Não há.	[Idem FIP][...] em sociedades limitadas que desenvolvam atividades de infraestrutura	Não há.				
FIP Multiestratégia	ICVM 578	fechado (art. 5)	Não há.	[Idem FIP][...] em sociedades limitadas	Não há.	Não há.			
FIP Capital Semente	ICVM 578	fechado (art. 5)	Não há.	[Idem FIP][...] em sociedades limitadas com receita bruta anual inferior a R\$ 16 milhões (art. 15)	Não há.	Não há.	Investimento com renda bruta de até R\$ 15 milhões		
FIP Empresas Emergentes	ICVM 578	fechado (art. 5)	Não há.	[Idem FIP][...] em sociedades limitadas com receita bruta anual inferior a R\$ 300 milhões (art. 16)	Não há.	Não há.	Investimento com renda bruta de até R\$ 300 milhões		
Fundos de Investimento Imobiliário	ICVM 472	fechado (art. 2, §1)	Não há.	Aplicação em empreendimentos imobiliários.	Não há.	Não há.	Dependem de autorização prévia da CVM (art. 4)	Dependem de registro na CVM (art. 6, §1, I)	Informes mensais, trimestrais e anuais (art. 39)
Fundos de Investimentos Culturais e Artísticos	ICVM 186	aberto ou fechado (art. 1)	Não há.	Investimentos em projetos culturais e artísticos (art. 30)		Não há.	Dependem de autorização prévia da CVM (art. 2)	Não há	Informes anuais (art. 37, IV)
Fundos Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional	ICVM 398	fechado (art. 3)	Não há.	Mínimo 90% direcionados para empreendimentos aprovados pela Ancine	Não há.	Não há	Dependem de autorização prévia da CVM (art. 6)	Dependem de registro prévio na CVM (art. 16, I)	Prospecto (art. 34). Informes trimestrais e semestrais (art. 65)
Fundos de Investimento em Direitos Creditórios não patronizados –	ICVM 444	aberto ou fechado (art. 7)	Não há.	Direitos creditórios	Não há.	Não há.	Dependem de registro prévio na CVM (art. 6)	Depende da apresentação de prospecto (art. 5)	Não há.

Tipo de Fundo	Norma	Condomínio	PL mínimo	Composição de Carteira	Diversificação	Mínimo Cotistas	Registro	Oferta Pública	Informação
FIDC NP							7)		
Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes	ICVM 209	fechado (art. 1)	Não há.	Mínimo 75% em ações, debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição de ações de emissão de empresas emergentes.	Não há.	Não há	Dependem de autorização da CVM (art. 2)	Dependem de registro na CVM (art. 21, I)	Informes trimestrais, semestrais e anuais (art. 34)
Fundos Mútuos de Privatização – FGTS	ICVM 279	aberto (art. 1)	Não há.	Exclusivamente valores mobiliários adquiridos em oferta pública no âmbito do Programa Nacional de Desestatização ou de Programas Estaduais de Desestatização, mediante aprovação do CND; ou títulos de renda fixa, privados ou públicos federais, até o limite máximo de 10% do valor do patrimônio líquido do Fundo. (art. 22)	Não há.	Não há.	Dependem de autorização prévia da CVM (art. 3)	Não há.	Informes mensais e anuais (art. 30)
Fundos Mútuos de Privatização – FGTS Carteira Livre		aberto (art. 1)	Não há.	Exclusivamente em I – valores mobiliários de companhias abertas, negociados em bolsa de valores, mercado de balcão organizado por instituição autorizada pela CVM, ou objeto de oferta pública registrada na CVM; II – títulos de renda fixa, privados ou públicos federais, até o limite de 49% do valor do Patrimônio Líquido do Fundo; III – posições em mercados organizados de liquidação futura, envolvendo contratos referenciados em ações ou índices de ações, com o objetivo exclusivo de proteger posições detidas à vista, até o limite destas (art. 23-A)	Não há.	Não há.	Dependem de autorização prévia da CVM (art. 3)	Não há.	Informes mensais e anuais (art. 30)

APÊNDICE IV – CLASSIFICAÇÕES DE TIPOS DE ATIVOS E DE INVESTIDORES (ANBIMA E CVM)

Classificação ANBIMA	Classificação Adotada
Debêntures	Títulos de Dívida Privada
Ações	Ações
Opções	Ações
CDB/RDB	Títulos de Dívida Privada
Notas Promissórias	Títulos de Dívida Privada
Direitos Creditórios	Títulos de Dívida Privada
DPGE	Títulos de Dívida Privada
CCB / CCCB	Títulos de Dívida Privada
Letras Financeiras	Títulos de Dívida Privada
Outros Renda Fixa	Títulos de Dívida Privada
Títulos Imobiliários	Outros
Investimento no Exterior	Outros
Outros Renda Variável	Outros
Operação Compromissada – Lastro em Tít. Públ. Federais	Títulos Públicos
Operação Compromissada – Lastro em Tít. Est., Municipais e Privados	Títulos Públicos
Tít. Públ. Federais	Títulos Públicos

Classificação ANBIMA	Classificação Adotada
EFPC Emp. Públicas	Investidores Institucionais
EFPC Emp. Privadas	Investidores Institucionais
Seguradora	Investidores Institucionais
EAPC	Investidores Institucionais
Capitalização	Investidores Institucionais
Corporate	Investidores qualificados

Middle Market	Varejo
Private	Investidores qualificados
Varejo Alta Renda	Varejo
Varejo	Varejo
Poder Público	Outros
RPPS	Investidores Institucionais
Fundos de Investimento	Investidores Institucionais
Estrangeiros	Investidores Institucionais
Outros	Outros

Tipo de cotista – Informe Mensal CVM (Anexo 59 ICVM 555)	Classificação adotada
a) Pessoa física <i>private banking</i> ¹⁰¹¹	Investidor qualificado
b) Pessoa física varejo	Investidor não qualificado
c) Pessoa jurídica não-financeira <i>private banking</i>	Investidor qualificado
d) Pessoa jurídica não-financeira varejo	Investidor não qualificado
e) Banco Comercial	Investidor institucional
f) Corretora ou distribuidora	Investidor institucional
1. g) Outras pessoas jurídicas financeiras	Investidor institucional
1. h) Investidores não residentes	Outros
1. i) Entidade aberta de previdência complementar	Investidor institucional
1. j) Entidade fechada de previdência complementar	Investidor institucional
1. l) Regime próprio de previdência dos servidores públicos	Investidor institucional
1. m) Sociedade seguradora ou resseguradora	Investidor institucional
1. n) Sociedade de capitalização e de arrendamento mercantil	Investidor institucional
1. o) Fundos e clubes de Investimento	Fundos de investimento
1. p) Cotistas de distribuidores do fundo (distribuição por conta e ordem)	Fundos de investimento
1. q) Outros tipos de cotistas não relacionados	Outros

Tipo de investimento – Composição de carteiras de investimento	Classificação adotada
Título público federal	Títulos públicos
Cotas de fundos	Cotas de fundos
Swap	Outros
Debêntures	Títulos de dívida privada
Mercado Futuro – Posições vendidas	Outros
Ações	Ações
Certificado ou recibo de depósito de valores mobiliários	Títulos de dívida privada
Opções – Posições titulares	Ações
Mercado Futuro – Posições compradas	Outros
Obrigações por ações e outros TVM recebidos em empréstimo	Ações
Ações e outros TVM cedidos em empréstimo	Ações
Opções – Posições lançadas	Ações

¹⁰¹¹ Diferentemente da classificação de investidores adotada pela CVM entre investidores qualificados, profissionais e os demais (aos quais pode-se chamar de varejo), o “Informe de Perfil Mensal” dos fundos, definido pelo Anexo 59 da ICVM 555 utiliza a terminologia *private banking*. Essa terminologia, embora comum na prática comercial, não está definida em nenhuma normativa da CVM. Igualmente, não foi possível encontrar qualquer menção ou discussão sobre o tema na Instrução CVM nº 512/2011 que o instruiu, tampouco nos documentos da Consulta Pública SDM nº 10/11 (edital, contribuições e relatório). Em contato com a CVM (por telefone e e-mail), não foi obtida nenhuma explicação ou adotada pelos fundos para apresentarem informações.

Brazilian Depository Receipt – BDR	Ações
Outros valores mobiliários registrados na CVM objeto de oferta pública	Ações
Compras a termo a receber	Outros
Vendas a termo a receber	Outros
Depósitos a prazo e outros títulos de IF	Outros
Debêntures ²	Títulos de dívida privada
Títulos de Crédito Privado	Títulos de dívida privada
Títulos ligados ao agronegócio	Títulos de dívida privada
Investimento no Exterior	Outros
Cotas de fundos de renda fixa	Cotas de fundos
Disponibilidades	Outros
Valores a pagar	Outros
Mercado Futuro – Posições compradas ²	Outros
Mercado Futuro – Posições vendidas ²	Outros
Valores a receber	Outros
Títulos Públicos	Títulos públicos
Ações ²	Ações
Certificado ou recibo de depósito de valores mobiliários ²	Títulos de dívida privada
Operações Compromissadas	Títulos de dívida privada
Outras aplicações	Outros
Vendas a termo a receber ²	Outros
Outras operações passivas e exigibilidades	Outros
Opções – Posições lançadas ²	Ações
Opções – Posições titulares ²	Ações
Outros valores mobiliários registrados na CVM objeto de oferta pública ²	Outros
Brazilian Depository Receipt – BDR ²	Ações
Obrigações por venda a termo a entregar	Outros
Compras a termo a receber ²	Outros
Obrigações por compra a termo a pagar	Outros
Obrigações por ações e outros TVM recebidos em empréstimo ²	Ações
Ações e outros TVM cedidos em empréstimo ²	Ações
Outros valores mobiliários ofertados privadamente	Outros
DISPONÍVEL DE OURO	Outros
CPR	Títulos de dívida privada
Depósitos a prazo e outros títulos de IF ²	Outros
Debêntures simples	Títulos de dívida privada