

RODRIGO VINÍCIUS DUFLOTH

A PROTEÇÃO JURÍDICA DO INVESTIDOR EM FUNDOS DE INVESTIMENTO

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Doutor José Alexandre Tavares Guerreiro

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2016

RODRIGO VINÍCIUS DUFLOTH

A PROTEÇÃO JURÍDICA DO INVESTIDOR EM FUNDOS DE INVESTIMENTO

Dissertação 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 Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor José Alexandre Tavares Guerreiro.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo-SP

2016

Dufloth, Rodrigo Vinícius.

A proteção jurídica do investidor em fundos de investimento / Rodrigo Vinícius Dufloth
- 2016.

208 p.

Orientador: Professor Doutor José Alexandre Tavares Guerreiro.

Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

1. Fundos de Investimento. 2. Proteção do investidor. 3. Regulação. 4. Mercado de Capitais. 5. Conflito de interesses. I. Guerreiro, José Alexandre Tavares. II. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. III. Título.

FOLHA DE AVALIAÇÃO

RODRIGO VINÍCIUS DUFLOTH

A PROTEÇÃO JURÍDICA DO INVESTIDOR EM FUNDOS DE INVESTIMENTO

Dissertação apresentada à Faculdade de
Direito da Universidade de São Paulo para
obtenção do título de Mestre em Direito
Área de Concentração: Direito Comercial

Banca Examinadora

Professor Dr.: _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Professor Dr.: _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

Professor Dr.: _____

Instituição: _____ Assinatura: _____

*À minha noiva Mariana,
Que me ensinou a amar e a ser amado,
Experiência diária que em livro nenhum poderia aprender...*

“Traduzir-se

*Uma parte de mim
é todo mundo;
outra parte é ninguém:
fundo sem fundo.*

*Uma parte de mim
é multidão;
outra parte estranheza
e solidão.*

*Uma parte de mim
pesa, pondera;
outra parte
delira.*

*Uma parte de mim
almoça e janta;
outra parte
se espanta.*

*Uma parte de mim
é permanente;
outra parte
se sabe de repente.*

*Uma parte de mim
é só vertigem;
outra parte,
linguagem.*

*Traduzir uma parte
na outra parte
— que é uma questão
de vida ou morte —
será arte?”*

(Ferreira Gullar)

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todos os Mestres, do passado, do presente e do futuro.

No campo acadêmico, agradeço ao Prof. José Alexandre Tavares Guerreiro, que desde o 2º ano da graduação no Largo São Francisco incutiu em mim o interesse pelo Direito Comercial, pela sua importância prática em nossas vidas.

No campo profissional, agradeço ao Luciano Benetti Timm, que me fez perceber que o Direito de nada vale se não nos atentamos para os seus reflexos e incentivos.

No campo familiar, agradeço à minha mãe, Rozany, que desde cedo, com sua inquietude acadêmica, me incentivou a estudar e a trilhar um caminho próprio.

No campo pessoal, agradeço à minha noiva Mariana, pelo apoio e companheirismo diário nessa longa trajetória, e pela compreensão em relação às noites que passei em claro. Sem ela, esta missão não teria se concretizado.

RESUMO

Rodrigo Dufloth. A proteção jurídica do investidor em fundos de investimento. 208 páginas. Mestrado - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 19 de dezembro de 2016.

A presente dissertação tratará da rede de proteção jurídica do investidor em fundos de investimento no Brasil, chamando a atenção para a crescente dimensão do instituto, mediante a utilização de dados públicos da indústria, para na sequência delinear os principais tipos de fundos de investimento e também os principais agentes econômicos envolvidos em uma estrutura de fundo de investimento. Abordaremos, em uma análise crítica, os principais debates existentes relativamente a fundos, de acordo com a pesquisa acadêmica realizada e a experiência prática do autor, destacando-se: (i) a discussão acerca da natureza jurídica do instituto; (ii) a responsabilidade do administrador e gestor de fundos; e (iii) as correntes existentes quanto à aplicação (ou não) do CDC a fundos de investimento. Toda esta análise crítica terá como pano de fundo avaliar de que forma os investidores em fundos estariam melhor protegidos. No último capítulo, exploraremos o conceito de risco e sua importância no mercado de capitais, passando a analisar cada um dos principais problemas existentes em fundos, incluindo assimetrias informacionais, conflitos de interesses, custos de transação, manipulação do mercado, criação de condições artificiais, operações fraudulentas e práticas não equitativas, risco sistêmico, *shadow banking*, teoria da captura e uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*). Por fim, traçaremos as principais estratégias para a mitigação dos problemas acima, dentre as quais destacamos a autorregulação, *Chinese wall*, *compliance*, estruturas de controles internos e gestão de riscos, *disclosure*, *enforcement* (privado, público, *gatekeepers*), governança corporativa, regulação prudencial e *suitability*. Sempre que possível, o autor buscará enriquecer a pesquisa com casos práticos a fim de ilustrar os conceitos abordados e as discussões, além da utilização da doutrina estrangeira cabível.

Palavras-chave: 1. Fundos de Investimento. 2. Proteção do investidor. 3. Regulação. 4. Mercado de Capitais. 5. Conflito de interesses.

ABSTRACT

Rodrigo Dufloth. Investor legal protection in investment funds. 208 pages. Master - Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, December 19, 2016.

This study will deal with framework of legal investor protection in investment funds in Brazil, focusing on the increasing dimension of such institute, by means of the utilization of market public data, in order to evaluate afterwards the main types of investment funds and also the main economic agents involved in an investment fund structure. We will critically analyze the main existing debates in relation to funds, as per research made and practical knowledge of the author, as follows: (i) discussion on the legal nature of the institute; (ii) liabilities of fund's administrator and manager; (iii) the existing views on the application (or not) of the Consumer Protection Code for investment funds. All such critical analysis will aim at evaluating how the funds' investors would be better protected. In the last chapter, we will explore the concept of risk and its importance in the capital markets, by analyzing then each one of the main existing problems in funds, including information asymmetry, conflicts of interest, transaction costs, market manipulation, creation of artificial conditions, fraudulent transactions and non-equitable practices, systemic risk, shadow banking, capture theory and insider trading. At last, we will explore the main strategies to mitigate the above problems, including self-regulation, Chinese wall, compliance, structures of internal controls and risk management, disclosure, enforcement (private, public, gatekeepers), corporate governance, prudential regulation and suitability. Whenever possible, author will seek to enrich the study with cases to illustrate the concepts and discussions, further to using applicable foreign literature.

Keywords: 1. Investment funds. 2. Investor protection. 3. Regulation. 4. Capital Markets. 5. Conflicts of interest.

GLOSSÁRIO

TERMO	SIGNIFICADO
ABVCAP	Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital.
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.
ADIn 2.591	Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 2.591-1 ajuizada pela Confederação Nacional do Sistema Financeiro perante o STF, a qual discutiu a da constitucionalidade do artigo 3º, parágrafo 2º, do CDC.
Anuário	Anuário da Indústria de Fundos de Investimento de 2016, elaborado em iniciativa conjunta da ANBIMA com o Centro de Estudos em Finanças da Fundação Getúlio Vargas.
BACEN	Banco Central do Brasil.
BM&FBOVESPA	BM&FBOVESPA S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.
CDC	Código de Defesa do Consumidor, instituído pela Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990, conforme alterada.
CMN	Conselho Monetário Nacional.
Código ABVCAP/ANBIMA	Código ABVCAP/ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE.
Código ANBIMA	Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento.
Código Civil	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, conforme alterada.
Consif	Confederação Nacional do Sistema Financeiro.
Constituição Federal	Constituição Federal da República Federativa do Brasil, promulgada em 5 de outubro de 1988.
CVM	Comissão de Valores Mobiliários.
EUA	Estados Unidos da América.
ETF	<i>Exchange-traded fund(s)</i> , ou fundo(s) de índice.
FIA	Fundo(s) de investimento em ações.

TERMO	SIGNIFICADO
FIC-FI	Fundo(s) de investimento em cotas de fundo(s) de investimento.
FIDC	Fundo(s) de investimento em direitos creditórios.
FIEE	Fundo(s) de investimento em empresas emergentes.
FII	Fundo(s) de investimento imobiliário.
FIM	Fundo(s) de investimento multimercado.
FIP	Fundo(s) de investimento em participações.
FUNCINE	Fundo(s) de financiamento da indústria cinematográfica nacional.
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.
Instrução CVM 08/79	Instrução nº 08, emitida pela CVM em 8 de outubro de 1979. Conceitua: condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários; manipulação de preço; operação fraudulenta; e prática não equitativa.
Instrução CVM 43/85	Instrução nº 43, emitida pela CVM em 5 de março de 1985. Fixa normas para o exercício das atividades de consultor de valores mobiliários.
Instrução CVM 306/99	Instrução nº 306, emitida pela CVM em 5 de maio de 1999, conforme alterada. Dispunha sobre a administração de carteira de valores mobiliários (revogada pela Instrução CVM 558/15).
Instrução CVM 356/01	Instrução nº 356, emitida pela CVM em 17 de dezembro de 2001, conforme alterada. Regulamenta a constituição e o funcionamento de FIDC e de fundos de investimento em cotas (FIC) de FIDC.
Instrução CVM 358/02	Instrução nº 358, emitida pela CVM em 3 de janeiro de 2002, conforme alterada. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações

TERMO	SIGNIFICADO
	de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado, dentre outras providências.
Instrução CVM 359/02	Instrução nº 359, emitida pela CVM em 22 de janeiro de 2002, conforme alterada. Dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento dos ETF.
Instrução CVM 384/03	Instrução nº 384, emitida pela CVM em 17 de março de 2003, conforme alterada. Dispõe sobre a atividade de formador de mercado para valores mobiliários em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado.
Instrução CVM 391/03	Instrução nº 391, emitida pela CVM em 16 de julho de 2003, conforme alterada. Dispunha sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos FIP (revogada pela Instrução CVM 578/16).
Instrução CVM 398/03	Instrução nº 398, emitida pela CVM em 28 de outubro de 2003, conforme alterada. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos FUNCINE.
Instrução CVM 400/03	Instrução nº 400, emitida pela CVM em 29 de dezembro de 2003, conforme alterada. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário.
Instrução CVM 409/04	Instrução nº 409, emitida pela CVM em 18 de agosto de 2004, conforme alterada. Dispunha sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento (revogada pela Instrução CVM 555/14).
Instrução CVM 444/06	Instrução nº 444, emitida pela CVM em 8 de dezembro de 2006, conforme alterada. Dispõe sobre o funcionamento de FIDC não-padronizados.
Instrução CVM 472/08	Instrução nº 472, emitida pela CVM em 31 de outubro de 2008, conforme alterada. Dispõe sobre a constituição, a

TERMO	SIGNIFICADO
	administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos FII.
Instrução CVM 476/09	Instrução nº 476, emitida pela CVM em 16 de janeiro de 2009, conforme alterada. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.
Instrução CVM 483/10	Instrução nº 483, emitida pela CVM em 6 de julho de 2010, conforme alterada. Dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.
Instrução CVM 497/11	Instrução nº 497, emitida pela CVM em 3 de junho de 2011, conforme alterada. Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento.
Instrução CVM 521/12	Instrução nº 521, emitida pela CVM em 25 de abril de 2012, conforme alterada. Dispõe sobre a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários.
Instrução CVM 522/12	Instrução nº 522, emitida pela CVM em 8 de maio de 2012. Alterou dispositivos da Instrução CVM 409/04 (ambas revogadas pela Instrução CVM 555/14).
Instrução CVM 539/13	Instrução nº 539, emitida pela CVM em 13 de novembro de 2013, conforme alterada (incluindo modificações provenientes da Instrução CVM 554/14). Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente.
Instrução CVM 542/13	Instrução nº 542, emitida pela CVM em 20 de dezembro de 2013, conforme alterada. Dispõe sobre a prestação de serviços de custódia de valores mobiliários.
Instrução CVM 543/13	Instrução nº 543, emitida pela CVM em 20 de dezembro de 2013, conforme alterada. Dispõe sobre a prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários e de emissão de certificados de valores mobiliários.

TERMO	SIGNIFICADO
Instrução CVM 554/14	Instrução nº 554, emitida pela CVM em 17 de dezembro de 2014, conforme alterada. Alterou e consolidou diversos normativos da CVM.
Instrução CVM 555/14	Instrução nº 555, emitida pela CVM em 17 de dezembro de 2014, conforme alterada. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.
Instrução CVM 558/15	Instrução nº 558, emitida pela CVM em 26 de março de 2015, conforme alterada. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários.
Instrução CVM 578/16	Instrução nº 578, emitida pela CVM em 30 de agosto de 2016, conforme alterada. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos FIP.
Instrução CVM 579/16	Instrução nº 579, emitida pela CVM em 30 de agosto de 2016, conforme alterada. Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos FIP.
IOSCO	Organização Internacional das Comissões de Valores.
LCA	Letra de Crédito do Agronegócio.
LCI	Letra de Crédito Imobiliário.
Lei 1.521/51	Lei nº 1.521, de 26 de dezembro de 1951, conforme alterada. Altera dispositivos da legislação vigente sobre crimes contra a economia popular.
Lei 4.728/65	Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, conforme alterada. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento.
Lei 6.015/73	Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973, conforme alterada. Dispõe sobre os registros públicos, e dá outras providências.
Lei 6.385/76	Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, conforme alterada. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a CVM.
Lei 7.913/89	Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989, conforme alterada. Dispõe sobre a ação civil pública de responsabilidade por

TERMO	SIGNIFICADO
	danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários.
Lei 8.668/93	Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, conforme alterada. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos FII e dá outras providências.
Lei 9.868/99	Lei nº 9.868, de 10 de novembro de 1999. Dispõe sobre o processo e julgamento da ação direta de inconstitucionalidade e da ação declaratória de constitucionalidade perante o STF.
Lei 11.312/06	Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006, conforme alterada. Dentre outras providências, trata da tributação dos FIP.
Lei 11.196/05	Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005, conforme alterada. Dentre outras providências, trata da tributação dos FII.
Lei das S.A.	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada. Dispõe sobre as sociedades por ações.
Resolução CMN 2.451/97	Resolução nº 2.451, emitida pelo CMN em 27 de novembro de 1997, conforme alterada. Dispõe sobre a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição.
Resolução CMN 2.907/01	Resolução nº 2.907, emitida pelo CMN em 29 de novembro de 2001, conforme alterada. Autoriza a constituição e o funcionamento de FIDC e fundos de investimento em cotas (FIC) de FIDC.
Resolução CMN 4.373/14	Resolução nº 4.373, emitida pelo CMN em 29 de setembro de 2014, conforme alterada. Dispõe sobre aplicações de investidor não residente no Brasil nos mercados financeiro e de capitais.
STF	Supremo Tribunal Federal.
STJ	Superior Tribunal de Justiça.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	18
1. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL: DIMENSÃO, DADOS, TIPOS E AGENTES ECONÔMICOS, FORMANDO UMA REDE DE PROTEÇÃO JURÍDICA DO INVESTIDOR.....	28
1.1. Dimensão dos fundos de investimento: dados da “indústria”	28
1.2. Principais tipos de fundos de investimento	39
1.2.1. Fundos de renda fixa	40
1.2.2. Fundos de ações (FIA)	43
1.2.3. Fundos multimercado (FIM).....	44
1.2.4. Fundos cambiais.....	45
1.2.5. Fundos de previdência.....	45
1.2.6. Fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC).....	46
1.2.7. Fundos de investimento em participações (FIP)	50
1.2.8. Fundos de investimento imobiliário (FII)	57
1.2.9. FUNCINE	59
1.2.10. Fundos de índice (ETF)	60
1.2.11. Fundos de investimento <i>off shore</i>	61
1.2.12. Fundos de investimento em cotas de fundos de investimento (FIC-FI)	61
1.3. Principais agentes econômicos de um fundo de investimento	63
1.3.1. Investidor / cotista	64
1.3.2. Administrador	71
1.3.3. Gestor	74
1.3.4. Consultores e analistas de valores mobiliários.....	77
1.3.5. Prestador de serviços de tesouraria, controle e processamento de ativos financeiros.....	79
1.3.6. Distribuidor	81
1.3.7. Escriturador	84
1.3.8. Custodiante.....	86
1.3.9. Agência de classificação de risco de crédito.....	87
1.3.10. Formador de mercado	89
1.3.11. Auditores independentes.....	90
1.3.12. Advogados	90
2. ANÁLISE CRÍTICA DE DEBATES RECORRENTES RELATIVOS A FUNDOS DE INVESTIMENTO NO BRASIL, SOB A ÓTICA DA PROTEÇÃO JURÍDICA DO INVESTIDOR	92

2.1.	Natureza jurídica dos fundos de investimento – apontamentos sobre uma velha discussão	92
2.2.	Responsabilidade civil e administrativa do administrador e do gestor em fundos de investimento	98
2.3.	O CDC é aplicável a fundos de investimento?	103
2.3.1.	A discussão em torno da definição de consumidor aplicada ao investidor em fundos de investimento	109
2.3.2.	Pela incidência do CDC somente em casos extremamente excepcionais	119
3.	PRINCIPAIS PROBLEMAS VERIFICADOS E ESTRATÉGIAS UTILIZADAS PARA UMA ADEQUADA PROTEÇÃO JURÍDICA DO INVESTIDOR EM FUNDOS DE INVESTIMENTO	121
3.1.	O risco como um elemento intrínseco ao investimento.....	121
3.2.	Principais problemas verificados.....	124
3.2.1.	Assimetrias informacionais	126
3.2.2.	Conflitos de interesses.....	130
3.2.3.	Custos de transação	139
3.2.4.	Manipulação do mercado, criação de condições artificiais, operações fraudulentas e práticas não equitativas	142
3.2.5.	Risco sistêmico.....	145
3.2.6.	<i>Shadow banking</i>	147
3.2.7.	Teoria da captura.....	149
3.2.8.	Uso indevido de informação privilegiada (<i>insider trading</i>).....	153
3.3.	Principais estratégias utilizadas	158
3.3.1.	Autorregulação	159
3.3.2.	<i>Chinese wall</i>	162
3.3.2.	<i>Compliance</i> , estruturas de controles internos e gestão de riscos	165
3.3.4.	<i>Disclosure</i>	171
3.3.5.	<i>Enforcement</i> (privado; público; <i>gatekeepers</i>)	176
3.3.6.	Governança corporativa	179
3.3.7.	Regulação prudencial	182
3.3.8.	<i>Suitability</i>	184
	CONCLUSÃO	188
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	190
	ANEXO A – LISTA DE OBJETIVOS E PRINCÍPIOS DA REGULAÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS DA IOSCO	204

INTRODUÇÃO

O objetivo do presente trabalho é fornecer uma análise descritiva dos fundos de investimento no Brasil, sob o prisma da necessária proteção jurídica do investidor (enquanto cotista, investidor em cotas de fundos de investimento), que em nosso entendimento é o fundamento que norteia todo o sistema, conforme se verá adiante. Optou-se por focar nas principais questões envolvendo os fundos de investimento, de acordo com pesquisa doutrinária, regulatória e da jurisprudência, empreendida pelo autor, cujo interesse por fundos de investimento possui cerca de 1 década, aliando sua constante prática advocatícia aos estudos acadêmicos sobre o tema (inclusive em seu trabalho de conclusão de curso durante a graduação, que versou sobre a responsabilidade civil de administradores de fundos de investimento em participações).

Desde a gênese deste projeto de mestrado, pode-se dizer que o interesse do mercado e dos estudiosos relativamente ao instituto dos fundos aumentou consideravelmente, com diversas novas regulamentações emanadas pela CVM nos últimos anos. Otavio Yazbek, ao prefaciar obra sobre fundos de investimento, aponta “a escassez de análises jurídicas sobre o tema (que vem sendo superada nos últimos tempos, com algumas novas e relevantes publicações)”¹. Na visão deste autor, ainda há muito o que ser explorado. O tema em questão exige uma combinação tanto do conhecimento dogmático produzido pela ciência do direito como da práxis cotidiana na operacionalização das questões a ele atinentes, impondo assim ao estudioso a constante tarefa de conciliar os ditames da ciência jurídica com as demandas de um mundo cada vez mais dinâmico e globalizado, em época caracterizada pela incerteza, descontinuidade e mudança constante e rápida, que transforma organizações e instituições, além da velocidade exacerbada dos negócios.

A questão do direito do investidor no contexto do mercado de capitais vem ganhando interesse cada vez maior, em vista da interferência do Estado na organização da economia, aliada à “bancarização” da economia brasileira, apostando em larga medida no consumo via facilitação do crédito. O crédito, assim, virou uma atividade de massa, em um panorama em que bancos têm urgência na produtividade e concorrência acirrada. Temos assistido a uma economia de consumo mais acentuada e competitiva, especialmente a partir da constatação dos chamados “riscos sistêmicos”² a partir de 2008.

¹ PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de investimento: estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 9.

² Vide item 3.2.5 abaixo.

Nesse contexto, o objeto desta dissertação de mestrado é tratar do tema da proteção jurídica do investidor na “indústria” dos fundos de investimento, com destaque para o capítulo 3, que tratará dos principais problemas enfrentados e das estratégias para sua mitigação. Quais os critérios para se tutelar os investidores (quer os vejamos como “investidores-consumidores”, como defendem alguns³; quer os vejamos como investidores e, portanto, não-consumidores, como entendem outros⁴)? E, ainda, por que se quer defender os investidores?

Em meio à busca por um direito mais eficiente e justo, optamos por intitular o trabalho “a proteção jurídica do investidor em fundos de investimento” não sem motivo. Se na lei não se presumem palavras inúteis⁵, o mesmo pode ser dito, no mínimo, do título de um trabalho de pós-graduação. Pelo caráter didático e elucidativo, passaremos agora à análise de cada um dos termos utilizados para o título da presente obra. Ao final deste processo, teremos explanado e delimitado o tema a ser desenvolvido e suas limitações.

Inicialmente, indaga-se: por que a utilização da palavra “proteção”? Se se quer proteger alguém, que seja de alguma coisa. Do que se quer proteger (em nosso caso, os investidores)? E mais: há necessidade de se tutelar os investidores, que são por definição agentes superavitários, poupadores, os quais em tese já possuiriam condições econômicas satisfatórias e, com isso, mais acesso à Justiça, à cultura, ao consumo e a todas as benesses da vida capitalista, comparativamente à grande massa populacional? A resposta a todas as questões acima está intrinsecamente ligada com a atuação da CVM e com os princípios que fundamentaram a sua criação.

Nesse sentido, o texto aprovado em 21 de dezembro de 1978 (em voto do CMN nº 426/78), denominado “Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios”⁶, é verdadeiramente paradigmático. Tal documento compreende os elementos dos quais, à época da criação da CVM, constituíram pressupostos para sua regulação, sendo os princípios definidos como “conceitos básicos que orientarão as políticas de regulação”. Os seis princípios enunciados são: (i) interesse público; (ii) confiabilidade; (iii) mercado eficiente; (iv) competitividade; (v) mercado livre; e (vi) proteção ao investidor. Este último,

³ Por exemplo: RUY, Fernando Estevam Bravin. *Direito do investidor. Consumidor no mercado de capitais e nos fundos de investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010, p. 26.

⁴ Por todos: EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 558.

⁵ Cf. MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e aplicação do direito*. 16ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1997, p. 251.

⁶ Disponível em <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/arquivo-s-historias-interativas/RegulacaoDoMercadoDeValoresMobiliarios.pdf>. Último acesso em 2 de julho de 2015.

no contexto do presente trabalho, merece especial atenção, motivo pelo qual transcrevemos seu texto:

“6. Proteção ao Investidor.

Com vistas a manter a confiabilidade do mercado e visando a atrair um contingente cada vez maior de pessoas, há necessidade de um tratamento equitativo a todos os que dele participem, devendo dar-se destaque especial ao investidor individual. Este, em face de seu menor poder econômico e menor capacidade de organização, precisa de proteção, de forma a resguardar seus interesses no relacionamento com intermediários e companhias, dentro da orientação de que seus riscos fiquem limitados apenas ao investimento realizado, sem que venha essa proteção a distorcer as características de risco inerentes às aplicações em valores mobiliários. Além disso, o investidor individual é o protagonista da maior relevância no processo de dispersão da propriedade e de diversificação dos centros de decisão, o que contribui para aumentar a eficiência do mercado.”

A proteção jurídica do investidor serve, em verdade, para garantir a idoneidade de todo o sistema, que passa necessariamente pelo cuidado ao direito dos investidores.⁷ Em verdade, poder-se-ia dizer que *a CVM visa, em última análise, ao atingimento de uma única finalidade: a proteção aos investidores.*⁸ Conforme ensina Nelson Eizirik (et al.)⁹:

“O objetivo mais apontado como o fundamental na regulação do mercado de capitais é o da proteção aos investidores. Com efeito, em praticamente todas as legislações, o objetivo essencial da regulação do mercado de capitais consiste na tutela dos investidores, aqueles que aplicam seus recursos financeiros nos valores mobiliários emitidos publicamente e negociados no mercado.”

O termo “proteção do investidor” significa o suporte jurídico aos investidores em mercados de negociação pública, por meio de determinadas medidas impostas a emissores listados/registrados de valores mobiliários, variando desde o *disclosure* mandatório¹⁰ até reformas de governança¹¹ e restrições regulatórias. Nesse sentido, investidores são detentores (passivos) de valores mobiliários, que entram no e deixam o mercado ao adquirir

⁷ Cf. CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *Artigo 4º*. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 122.

⁸ Cf. Processos CVM nºs RJ/2004/4558, RJ/2004/4559, RJ 2004/4583 e RJ 2004/3098.

⁹ Cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais - regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 20.

¹⁰ Vide, a esse respeito, o item 3.3.4.

¹¹ Vide item 3.3.6.

e vender valores mobiliários. Em termos gerais, a proteção do investidor visa essencialmente a assegurar a precificação adequada dos valores mobiliários, adicionalmente a, no cenário ideal, controlar a qualidade dos valores mobiliários negociados, ao filtrar emissores de baixa qualidade dos mercados.¹²

Se imaginarmos um mundo hipotético de investidores experientes, arbitragem de preços ilimitada e informações obtidas a baixos custos, reguladores benevolentes teriam pouco motivo para atuar, além de meramente facilitar o preço informado, haja vista que o *disclosure* naturalmente revelaria as diferenças de qualidade entre emissores, e asseguraria que os valores mobiliários tenham sido integralmente precificados no mercado. Sabemos, porém, que nos mercados reais tais condições não são atendidas. Por tais motivos, há que se controlar a qualidade dos emissores.¹³

Lembramos que a Lei 6.385/76, que instituiu a CVM e regula o mercado de capitais, traz o que segue, no tocante às atribuições da CVM (grifamos):

“Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;

II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

a) emissões irregulares de valores mobiliários;

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

¹² Cf. KRAAKMAN, Reinier (et al.). *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2ª ed. Oxford University Press, 2009. p. 275.

¹³ Cf. KRAAKMAN, Reinier (et al.). Ob. cit., p. 276.

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.”

Trata-se de um dispositivo programático¹⁴, ou seja, com o objetivo de instituir determinadas diretrizes aos reguladores, fixando parâmetros para a formulação de políticas públicas na área, consoante dispositivos constitucionais. Dentre tais diretrizes, podemos seguramente afirmar que *a proteção jurídica do investidor é um dos pilares e objetivos da regulação do mercado de capitais e dos fundos de investimento*.¹⁵ Vale notar que, conforme Siegfried Kümpel¹⁶, o termo “proteção do investidor” tem um duplo sentido, podendo significar (i) a proteção do conjunto dos investidores (público investidor), incluindo aqueles que adquirirão valores mobiliários somente no futuro (investidores em potencial), como também (ii) a proteção dos interesses individuais de cada investidor.

A IOSCO, em seu estudo “Objetivos e Princípios da Regulação da Regulação de Valores Mobiliários”¹⁷, estabeleceu 38 princípios para a regulação do mercado de valores mobiliários, que por sua vez decorrem dos seguintes 3 princípios fundamentais:

- (i) proteção do investidor;
- (ii) assegurar que os mercados sejam justos, eficientes e transparentes; e
- (iii) reduzir o risco sistêmico.

Na realidade, a equidade dos mercados, mediante mercados justos, eficazes e transparentes, bem como a redução do risco sistêmico, estão estreitamente ligadas à proteção dos investidores.

Aos que ainda possam se questionar sobre o real fundamento desta proteção, lembramos que o mercado de capitais brasileiro se insere como parte integrante do Sistema Financeiro Nacional, regulado pela Constituição Federal em seu Capítulo IV do Título VII

¹⁴ Cf. GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sobre o poder disciplinar da CVM. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº 43. São Paulo: RT, 1983, p. 66.

¹⁵ Cf. PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de investimento: estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 15.

¹⁶ *Direito do mercado de capitais – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, pp. 36-37.

¹⁷ A lista de objetivos e princípios da IOSCO encontra-se disposta na forma do Anexo A à presente dissertação, tendo em vista a sua importância no contexto deste estudo. Sempre que nos referirmos aos objetivos e princípios da IOSCO ao longo deste trabalho, favor se referir ao Anexo A. Estudo disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359-Portuguese.pdf>>. Último acesso em 16 de dezembro de 2016.

(“Da Ordem Econômica e Financeira”). Nesse contexto, tem especial relevância o art. 192¹⁸, pelo qual o legislador constitucional determinou, como finalidades a serem alcançadas por um Sistema Financeiro Nacional: “promover o desenvolvimento equilibrado do país” e “servir aos interesses da coletividade. Roberto Quiroga Mosquera, em obra que destaca os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais, destaca a função do mercado de capitais de incentivar e intensificar o fluxo de capitais na comunidade, na medida em que os detentores de recursos financeiros (poupadores) necessitem ou desejem aplicá-los em alguma atividade econômica. Caso contrário, o capital acumulado (poupança) se deterioraria e pereceria, de modo que é imperioso que o agente superavitário (investidor) transfira tais recursos a terceiros que necessitem de capital ou financiamento (agentes deficitários). Conforme referido autor: ¹⁹

“Com maior razão, mediante comandos normativos protetores do referido fluxo de capitais poderão os agentes e participantes do Sistema Financeiro Nacional *servir aos interesses da coletividade*. Um mercado de crédito eficiente e que dê oportunidade àqueles sedentos de capitais, implicará uma realidade econômica mais competitiva, mais justa. Um mercado de capitais dinâmico, com a troca de recursos financeiros entre seus participantes atenderá, de igual maneira, o objetivo pretendido pelo legislador constitucional, qual seja, fazer o bem comum; servir a comunidade brasileira.”

Por aí se vê a importância de se proteger, sim, o investidor. Ao fazê-lo, está se protegendo na realidade o mercado como um todo, e fomentando a atividade econômica de modo que todos se beneficiem, tanto agentes superavitários quanto deficitários. E, com isso, superamos inclusive a preocupação inicial quanto a uma suposta contradição entre defendermos a proteção ao investidor em um País com tantas outras figuras carentes de proteção. *A proteção ao investidor não deve ser vista como um fim em si mesmo, mas para um meio para um bem maior, dado que ao se investir tem-se como consequência mais renda, mais empregos e, com isso, melhores condições de vida à população.* O trabalho empreendido consistirá, assim, em delimitar mediante quais critérios, em que condições e

¹⁸ “Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.”

¹⁹ Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (org.) Aspectos atuais do direito no mercado financeiro e de capitais. São Paulo: Dialética, 1999, p. 264.

com o uso de quais instrumentos o investidor deverá ser protegido, além dos riscos a tal proteção.

Na sequência, poder-se-ia questionar a inclusão do termo “jurídica” ao lado de “proteção”. A primeira e óbvia constatação é que, pelo fato de este trabalho se inserir no programa de pós-graduação de uma faculdade de direito, o enfoque que será dado a esta proteção deverá ser, necessariamente, jurídico. Sabemos que, muito embora estejamos cuidando de um tema que envolve necessariamente ciências como Economia, Finanças, Administração, Ciências Contábeis e outras, o enfoque a ser adotado em nosso trabalho, sempre que possível, buscará seguir uma linha essencialmente jurídica, fundamentalmente sob a ótica do Direito Comercial. Não quer isto significar, contudo, que estaremos alheios ao tratamento multidisciplinar que, a nosso ver, deve informar qualquer análise, inclusive a jurídica, especialmente considerando a multidisciplinaridade do tema deste trabalho.²⁰

A segunda constatação é que o termo “jurídico”, definido como “relativo ou pertencente ao direito”²¹, foi propositalmente utilizado com o intuito de abranger o fenômeno do direito como um todo, em todas as suas facetas. Caso utilizássemos o termo “legal”, por exemplo, em um sentido literal estaríamos restritos à legislação subjacente. A locução “proteção jurídica” visa, assim, a considerar as diversas fontes do direito que constituem substrato para a devida proteção do investidor: legislação, regulamentação, jurisprudência, costumes, doutrina, princípios gerais de direito etc. A pesquisa empreendida neste trabalho objetivará abranger todo o fenômeno jurídico e o direito como uma experiência²² humana, vivenciada por todos, prática, não ficando meramente restrita aos textos legais.

Superada a expressão “proteção jurídica”, analisaremos agora o uso do termo “investidor”. Este deve ser tido como o já aludido agente superavitário, que possui recursos econômicos disponíveis para aplicação no mercado (investimento). Na moderna economia de mercado, há uma multiplicidade de agentes econômicos (governo, empresas, unidades familiares, indivíduos etc.) com intensões diversas de investimento e poupança, que podem ser divididos em: (i) agentes superavitários, cuja capacidade de poupança supera as suas

²⁰ Tive a oportunidade de chamar a atenção para uma necessária visão interdisciplinar e a importância da economia em relação aos efeitos gerados por normas e decisões judiciais, conforme artigo publicado no Portal Migalhas em 08/12/2016, intitulado “O custo dos direitos, ou mais economia e menos direito”, disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI250124,11049-O+custo+dos+direitos+ou+mais+economia+e+menos+direito>>. Último acesso em 16 de dezembro de 2016.

²¹ FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. *Novo dicionário da língua portuguesa*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1978, p. 813.

²² Cf. REALE, Miguel. *O direito como experiência - introdução à epistemologia jurídica*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1999.

necessidades de investimento e (ii) agentes deficitários, cujas pretensões de investimento excedem a sua capacidade de geração de poupança.²³

A figura do investidor será objeto de análise ao longo do presente estudo, uma vez que constitui figura-chave para o entendimento de quem se quer tutelar. Em princípio, qualquer indivíduo ou entidade tem condições de se tornar um investidor (ressalvados casos como valores mobiliários ofertados para investidores profissionais ou qualificados, ou para um público alvo determinado), e o faz no momento da subscrição/aquisição de valores mobiliários, sejam ações, cotas de fundos de investimento, debêntures, ou qualquer outro item definido como tal nos termos do artigo 2º da Lei 6.385/76²⁴. Por esse motivo, pode-se até mesmo falar em um certo direito difuso e coletivo da proteção aos investidores no mercado de capitais, objeto inclusive de regramento próprio, tal como a Lei 7.913/89.

A noção de investidor será esmiuçada neste plano de trabalho, essencialmente se levarmos em conta as recentes alterações regulatórias da CVM no tocante aos diferentes tipos de investidores. Isto pois não faz sentido que tenham o mesmo tratamento jurídico, por exemplo, (i) investidores ocasionais, pessoas físicas, clientes bancários que não realizam qualquer atividade empresarial/negocial com profissionalidade, e (ii) *private equities*, fundos de pensão ou grandes empresas que fazem aplicações em fundos de investimento para dinamizar o seu negócio, com profissionalidade. Trata-se de adequação ao princípio da isonomia, na clássica lição de Rui Barbosa²⁵ em sua Oração aos Moços.

A questão torna-se ainda mais interessante devido à recente alteração regulatória de forma a se criar um tipo *adicional* de investidor: o assim chamado “investidor profissional”, ao lado do “investidor qualificado” e do simples “investidor”. Este conceito foi

²³ Cf. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais - regime jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 2.

²⁴ “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”

²⁵ “A regra da igualdade não consiste senão em quinhão desigualdade aos desiguais, na medida em que se desigualam. Nesta desigualdade social, proporcionada à desigualdade natural, é que se acha a verdadeira lei da igualdade. O mais são desvarios da inveja, do orgulho, ou da loucura. Tratar com desigualdade a iguais, ou a desiguais com igualdade, seria desigualdade flagrante, e não igualdade real.” (*Oração aos Moços*. 5ª ed. Rio de Janeiro: Fundação Casa de Rui Barbosa, 1997.)

implementado por meio da Instrução CVM 554/14, a qual, dentre outras alterações, alterou a Instrução CVM 539/13, com vigência a partir de 1º de outubro de 2015.²⁶

Vemos, assim, que o momento é extremamente profícuo para uma análise pormenorizada do que se deve entender por investidor, qual o perfil de cada um, o que se pretende tutelar e de que modo, dentre outros pontos importantíssimos, e vai totalmente em linha com a preocupação em curso pela autoridade regulatória brasileira. O tema a que se propõe estudar buscará, nesse contexto, realizar uma profunda pesquisa a esse respeito, valendo o autor inclusive das mais recentes discussões globais atinentes ao tema, por parte da IOSCO e outros organismos internacionais.

Por fim, acrescentamos ao título a locução “em fundos de investimento”, para delimitar o campo de nossa pesquisa. Conforme acima exposto, pode ser conceituado como investidor qualquer indivíduo que, atendendo aos requisitos necessários, subscreva/adquira valores mobiliários. No trabalho empreendido, entretanto, ainda que a análise do “investidor” deva ser necessariamente esmiuçada, estará *adstrita aos fundos de investimento*, ou melhor, ao *investidor em cotas de fundos de investimento (cotista)*. O foco de todo o presente plano de trabalho é justamente na figura jurídica dos “fundos de investimento”, objeto de regramento próprio. Avaliaremos, assim, a proteção jurídica que deve ser conferida ao investidor *enquanto cotista de fundo de investimento*. Não será avaliada a proteção do investidor enquanto detentor de outros valores mobiliários que não cotas de fundos de investimento (artigo 2º, V, da Lei 6.385/76). Naturalmente, isso não impede que comparações ou a análise de estruturas similares a fundos de investimento sejam objeto de estudo, desde que úteis para o tema ora delimitado.

Dessa forma, o capítulo 1 do trabalho tratará da rede de proteção jurídica do investidor em fundos de investimento no Brasil, chamando a atenção para a crescente dimensão do instituto, mediante a utilização de dados públicos da indústria, para na sequência delinear, item a item, os principais tipos de fundos de investimento e também os principais agentes econômicos envolvidos em uma estrutura de fundo de investimento. O capítulo 2, por sua vez, conterà uma análise crítica dos principais debates existentes relativamente a fundos, de acordo com a pesquisa acadêmica realizada e a experiência prática do autor, destacando-se: (i) a discussão acerca da natureza jurídica do instituto; (ii) a responsabilidade do administrador e gestor de fundos; e (iii) as correntes existentes quanto

²⁶ Para a análise da diferenciação e do perfil do investidor no Brasil, vide item 1.3.1 abaixo.

à aplicação (ou não) do CDC a fundos de investimento. Toda esta análise crítica terá como pano de fundo avaliar de que forma os investidores em fundos estariam melhor protegidos.

O capítulo 3, por sua vez, é central na medida em que, após delinear o conceito de risco e sua importância no mercado de capitais, passará a analisar cada um dos principais problemas existentes e principais estratégias para mitigá-los. Sempre que possível, o autor buscará enriquecer a pesquisa com casos práticos a fim de ilustrar os conceitos abordados e as discussões, além da utilização da doutrina estrangeira cabível.

Após o empreendimento dos estudos e pesquisas cabíveis, espera-se, mediante a elaboração de dissertação, poder contribuir para uma adequada e pormenorizada descrição da proteção jurídica que deve ser conferida aos investidores em cotas de fundos de investimento, considerando a enorme importância que deve ser dada a este mercado, o qual movimenta vultosa quantia de recursos de investidores que acessam o mercado de capitais brasileiro e necessitam de uma tutela adequada. Nosso objetivo é contribuir para elucidar a matéria, com a atenção e o cuidado devidos no contexto de uma dissertação de mestrado, a fim de propiciar um direito mais eficiente e justo para o mercado de capitais brasileiro como um todo.

CONCLUSÃO

Concluimos constatando que, após as pesquisas empreendidas neste trabalho, a atuação da CVM em relação à proteção jurídica do investidor em fundos de investimento tem sido positiva. Transcorridos 40 anos desde a edição da Lei 6.375/76, podemos seguramente dizer que houve um “salto de qualidade” nos últimos anos, em termos de regulamentação da CVM.

Os fundos de investimento cresceram em quantidade, patrimônio líquido e complexidade, adquirindo dimensões sistêmicas e macroeconômicas importantes para o Brasil. Sob diferentes modalidades, os fundos de investimento deixaram de ser algo desconhecido para fazer parte do dia-a-dia de operações societárias e do mercado de capitais, com um papel de protagonismo cada vez maior. Os agentes econômicos que atuam em um fundo de investimento têm suas funções bem definidas, sendo tal estrutura de investimento coletivo voltada para, no fim do dia, formar uma rede de proteção ao investidor, fomentando o investimento no mercado.

Assim, os fundos de investimento constituem um veículo fascinante por propiciar consideráveis vantagens ao público investidor. Ao mesmo tempo, as estruturas envolvendo fundos de investimento muitas vezes são complexas, o que pode incrementar os riscos e problemas existentes no mercado de capitais. Dentre todos os problemas existentes, aquele que nos parece o mais perigoso é o do conflito de interesses, pois permeia toda a indústria e o sistema bancário, sendo um constante problema, se não existente, ao menos em potencial. Há normas bem definidas que auxiliam na verificação de situações de conflito, desde que exista um adequado *enforcement*.

E, dentre as estratégias do regulador para a mitigação de problemas, a questão do *disclosure* segue sendo central, porém hoje sob diferentes facetas. Em um mundo dinâmico e tecnológico, o *disclosure* assume uma roupagem mais flexível, direta, objetiva, concisa, podendo se encontrar em diferentes telas e smartphones. Em conjunto com o *disclosure*, podemos mencionar a existência de *compliance*, estruturas de *Chinese wall*, controles internos e de gestão de riscos, que não devem ser apenas políticas e manuais, mas sim estratégias efetivamente implementadas diariamente nas organizações, sob boas práticas de governança corporativa.

Os desafios são muitos, pois é um trabalho inacabado. Contudo, o regulador parece estar disposto a se mostrar mais preparado para o futuro. Os normativos brasileiros

encontram-se alinhados com diretrizes regulatórias globais (e.g. IOSCO), e o regulador parece estar preocupado em incentivar a educação financeira do investidor, seja mediante eventos, sites e/ou diferentes canais de informação. A esse respeito, a CVM já afirmou ser consenso entre os reguladores globais a necessidade de educar o público investidor sobre seus direitos e sobre o funcionamento do mercado. Nesse sentido, a educação do investidor serve para outros objetivos estratégicos da CVM, já que (i) fortalece indiretamente a fiscalização do mercado e, com isso, (ii) contribui para a competição entre os intermediários e (iii) permite que o investidor (educado e bem informado) possa avaliar o risco das alternativas de investimento e decidir para contribuir positivamente para a eficiência da distribuição do capital excedente da economia.³⁹²

Ao educarmos o investidor estaremos protegendo-o dos complexos problemas, riscos e desafios existentes no mercado de capitais e em fundos de investimento. Ao fazê-lo, estaremos, em verdade, atingindo um objetivo maior³⁹³, que é o bem-estar social de todos, para que o pleno desenvolvimento de nosso país possa um dia ser alcançado.

³⁹² Cf. CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 326.

³⁹³ No mesmo sentido, KRAAKMAN, Reinier (et al.). *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2ª ed. Oxford University Press, 2009. p. 35-36.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRÃO, Carlos Henrique. *Fundo Garantidor de Crédito e o risco bancário*. In: GRAU, Eros Roberto; SABOYA, Cláudia Maria Martins de; e ABRÃO, Carlos Henrique (orgs.). *O direito dos negócios: homenagem a Fran Martins*. São Paulo: Malheiros, 2016.

AFFONSO, Luís Fernando. A auto-regulação dos fundos de investimento: histórico e perspectivas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 34. São Paulo: RT, 2006.

AGUIAR JUNIOR, Ruy Rosado. *Aspectos dos fundos de investimento*. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luis Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (org.). *Estudos jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2012, v. 3.

AKERLOF, George. *The Market for Lemons: qualitative uncertainty and the market mechanism*. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, 1970.

ALABASTER, Tom (org.). *Global investment funds: a practical guide to structuring, raising and managing funds*. Londres: Globe Law and Business, 2016.

ALONSO, Félix Ruiz. Os fundos de investimento. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 10, n. 1. São Paulo: RT, 1971.

ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. *Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von. (Org.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

ARAÚJO, Victor Hugo Cardoso. Regulamentação da informação no mercado de capitais. *Revista de Direito Privado*, vol. 62. São Paulo: RT, 2015.

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

AZEVEDO, Alberto de; PAGNONCELLI, Bernardo Kulnig; TOMEI, Carlos. Custos de transação em investimentos coletivos. *Revista Brasileira de Economia*, vol. 63, nº 4. Rio de Janeiro, 2009. Disponível em <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/1308/1516>>. Último acesso em 16 de dezembro de 2016.

BAR-GILL, Oren; BEM-SHAHAR, Omri. *Regulatory techniques in consumer protection: a critique of European consumer contract law*. University of Chicago Institute for Law & Economics Olin Research Paper No. 598, June 1, 2012.

BARBOSA, Rui. *Oração aos Moços*. 5ª ed. Rio de Janeiro: Fundação Casa de Rui Barbosa, 1997.

BARRETO FILHO, Oscar. *Regime jurídico das sociedades de investimentos*. São Paulo: Max Limonad, 1956.

BAUMAN, Zygmunt. *Modernidade líquida*. São Paulo: Zahar, 2001.

BECK, Ulrich. *Sociedade de risco – rumo a uma outra modernidade*. São Paulo: Ed. 34, 2010.

BECKER, Gary. *Crime and punishment: an economic approach*. *Journal of political economy* 169, 1968.

BLEY, Alexander Pinto (et al.). *Manual prático de análise de crédito: para factorings, FIDCs e securitizadoras*. Porto Alegre: Verbo Jurídico, 2016.

BOCATER, Maria Isabel. Chinese Wall: a segregação de atividades em conglomerados financeiros como forma de prevenir a ocorrência de atos ilícitos. In: ADEMEK, Marcelo Vieira von (coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. Novas dimensões da regulação econômica. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 60. São Paulo: RT, 2013.

_____. A reforma do sistema financeiro norte-americano. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 54. São Paulo: RT, 2011, pp. 59-95.

CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

CARVALHO, Cristiano Rosa de. *Teoria do sistema jurídico: direito, economia, tributação*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CEREZETTI, Sheila C. Neder. *Artigo 4º*. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CHRISTENSEN, Clayton M. *O dilema da inovação*. São Paulo: M. Books, 2011.

CHONG, Alberto and LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. *Investor protection and corporate governance: firm-level evidence across Latin America*. Stanford University Press: 2007.

COASE, Ronald H. *A firma, o mercado e o direito*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2016.

_____. *The nature of the Firm*. *Economica*, v. 4, n. 16. Londres: New Series, 1937.

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

COELHO, Alexandre Ramos. *A indústria de fundos de investimento no Brasil: um estudo teórico e empírico sobre a relação fiduciária entre o administrador-gestor e os respectivos cotistas de fundos de investimento*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo, São Paulo, 2015.

COFFEE Jr., John C. *What went wrong: an initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis*. *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Direito & economia*. 5ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

COVEY, Stephen. *Os 7 hábitos das pessoas altamente eficazes*. 23ª ed. São Paulo: Best Seller, 2005.

CVM. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

DAVIDOVICH, Marcos. A grande muralha e o conflito de interesses na *common law*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 61. São Paulo: RT, 2013.

DIB, Adriano Abrão. As *blue sky laws* do direito norte-americano e a orientação brasileira para a tutela do investidor. *Revista de Direito Empresarial*, vol. 8. São Paulo: RT, 2015.

DINIZ, Rodrigo de Madureira Pará. *Fundos de investimento no direito brasileiro: aspectos tributários e questões controversas em matéria fiscal*. 2ª ed. São Paulo: Almedina, 2016.

DOTTA, Eduardo Montenegro. *A responsabilidade dos administradores de fundos de investimentos no Novo Código Civil*. São Paulo: Texto Novo, 2005.

DUFLOTH, Rodrigo. *O custo dos direitos, ou mais economia e menos direito*. Migalhas, 2016. Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI250124,11049-O+custo+dos+direitos+ou+mais+economia+e+menos+direito>>. Último acesso em 16 de dezembro de 2016.

_____. *Ensaio sobre a cegueira (dos idealizadores do atual projeto de novo código código comercial)*. Migalhas, 2016. Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI247672,51045->

Ensaio+sobre+a+cegueira+dos+idealizadores+do+atual+projeto+de+novo>. Último acesso em 16 de dezembro de 2016.

DUFLOTH, Rodrigo (et al.). *Brazil*. In: *Hedge Funds - A Practical Global Handbook to the Law and Regulation*. London: Globe Law and Business, 2012, pp. 185-198.

EASTERBROOK, Frank H. FISCHER, Daniel R. *The economic structure of corporate law*. Londres: First Harvard University Press, 1996.

EFING, Antônio Carlos. *Contratos e procedimentos bancários à luz do Código de Defesa do Consumidor*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999.

EIZIRIK, Nelson. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ENEI, José Virgílio Lopes. *Capital de risco e private equity no Brasil: a nova lógica do investimento*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Org.). *Temas de Direito societário e Empresarial Contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

FAMA, Eugene F. *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*, 25, J. FIN., 383, 1970.

FERRAZ, Adriano. *O papel da ANBIMA na autorregulação dos fundos de investimento*. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (coords.). *Fundos de investimento – aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. *Novo dicionário da língua portuguesa*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1978.

FERREIRA, Renato Luis Bueloni. *Fundos e Clubes de Investimento*. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de. (Org.). *Mercado de Capitais*. São Paulo: Saraiva, 2013, v. 1, pp. 169-204.

FILOMENO, José Geraldo Brito. *Manual de direitos do consumidor*. 10^a ed. São Paulo: Atlas, 2010.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas assembleias de S.A.* São Paulo: Malheiros, 2014.

_____. *Parecer sobre: a natureza jurídica dos fundos de investimento; conflito de interesses apurado pela própria assembleia de quotista; quorum qualificado para destituição de administrador de fundo*. Revista de Direito Empresarial. Curitiba, n. 6, jul./dez. 2006.

FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

_____. *Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento*. In MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do direito no mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.

FREIXAS, Xavier; LAEVEN, Luc; PEYDRÓ, José-Luis. *Systemic risk, crises, and macroprudential regulation*. MIT Press, 2015.

FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (coords.). *Fundos de investimento – aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Leud, 2001.

GALGANO, Francesco. *Trattato di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico Dell'Economia*. Cedam Padova, 1988, v.7.

GERMANOS, Roberto Pitaguari. *Hedge Funds: Análise Jurídica no Direito Brasileiro e Comparado*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

GORGA, Érica. *Is the U.S. Law Enforcement Stronger than that of a Developing Country? The Case of Securities Fraud by Brazilian Corporations and Lessons for the Private and Public Enforcement Debate*. 2014. Yale Law & Economics Research Paper n° 520. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2560565>. Último acesso em 10 de dezembro de 2016.

GROLA, Fúlvia Bolsoni. *A administração e gestão de fundos de investimento em participações - FIP: uma análise sobre a responsabilidade civil e administrativa do administrador e do gestor*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

GUEDES, Vinícius Mancini. *Sociedade e Comunhão: Os Fundos de Investimento*. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (Coord.). *Direito Societário Contemporâneo I*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. O Conselho Fiscal e o Direito à Informação. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n° 45. São Paulo: RT, 1982.

_____. Sobre o poder disciplinar da CVM. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 43. São Paulo: RT, 1981.

GUNTHER, Max. *Os axiomas de Zurique*. Rio de Janeiro, Record, 2013.

GUTTMANN, Robert. *Finance-led capitalism – shadow banking, re-regulation and the future of global markets*. Palgrave Macmillan, 2016.

HAENSEL, Taimi. *A figura dos gatekeepers – aplicação às instituições intermediárias do mercado organizado de valores mobiliários brasileiro*. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da USP, 2014

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5.ed. São Paulo, SP: IBGC, 2015. Disponível em

<http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/codigoMP_5edicao_web.pdf>. Último acesso em 29 de novembro de 2016.

JAEGER, Pier Giusto. *L'Interesse Sociale*. Milano: Giuffrè, 1972.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. *The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, v. 3, 1976.

KNIGHT, Frank. *Risco, Incerteza e Lucro*. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura, 1972.

KOMURA, Bruno Takeo. *Análise e proposta de um fundo de investimento voltado para investidores institucionais*. Trabalho de formatura apresentado à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2011.

KRAAKMAN, Reinier. *Gatekeepers – The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*. Journal of Law, Economics and Organization, v. 2, n. 1, 1986.

KRAAKMAN, Reinier (et al). *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2ª ed. Oxford University Press, 2009.

KÜMPEL, Siegfried. *Direito do mercado de capitais – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

_____. *Proteção do consumidor no direito bancário e o no direito do mercado de capitais*. *Revista de Direito do Consumidor*, vol. 52. São Paulo: RT, 2004, pp. 319-346.

LAZZARINI, Sérgio. *Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2011.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A adoção do Chinese wall e a repressão ao insider trading*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 47. São Paulo: RT, 2010.

_____. *Mercado de capitais & insider trading*. São Paulo: RT, 1982.

_____. As relações de consumo e o crédito ao consumidor. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 82. São Paulo: RT, 1991, p. 16.

_____. *O shopping center como condomínio voluntário*. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coord.). *Direito empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

LOPES, José Reinaldo de Lima. Consumidor e Sistema financeiro. *Revista de Direito do Consumidor*, nº 22. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1997.

MALAQUIAS, R. F.; PEIXOTO, F. M.; JONES, G. D. C. Fundos de Investimentos, bancos administradores e empréstimos concedidos a empresas abertas: uma análise no cenário brasileiro. *Contabilidade Vista & Revista*, v. 25, n. 3, p. 121-142, 2014.

MARQUES, Claudia Lima. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor: o novo regime das relações contratuais*. 6ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

MARTIN, André; BRENNEKE, Vanessa Constantino. Breves notas sobre *full disclosure* e *over disclosure*. *Revista de Direito Empresarial*, vol. 1. São Paulo: RT, 2014.

MATTOS, Paulo (coord.); PRADO, Mariana Motta; ROCHA, Jean Paul Cabral Veiga; COUTINHO, Diogo R.; OLIVA, Rafael (organizadores). *Regulação econômica e democracia: o debate norte-americano*. São Paulo: Ed. 34, 2004.

MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e aplicação do direito*. 16ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1997

MEIRELLES, José Carlos Junqueira Sampaio; SILVA, Caio Carlos Cruz Ferreira. *Brazilian Private Equity Fund (FIPS): A DNA Change in Brazilian M&A Deal*. Harvard Business Law. Rev. Online n. 15, 2013. Disponível em: <<http://www.hblr.org/?p=3636>>. Último acesso em 2 de outubro de 2016.

MILHAUPT, Curtis; PISTOR, Katharina. *Law & capitalism: what corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world*. The University of Chicago Press, 2008.

MONTORO FILHO, André Franco. *Direito e economia*. São Paulo: Saraiva, 2008.

MORAES, Luiza Rangel de. O papel dos fundos de investimento na recuperação judicial de empresas. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 37. São Paulo: RT, 2007.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais*. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (org.). *Aspectos atuais do direito no mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais*. 2ª ed. São Paulo: Dialética, 1999.

NEVES, Fernando C. Queiroz. Responsabilidade civil por perdas em fundos de investimento. *Revista Autônoma de Direito Privado*, n. 2. Curitiba: Juruá, 2007.

NORTH, Douglass. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: University Press, 1990.

PAREDES, Troy A. *Blinded by the light: information overload and its consequences for securities regulation*. Washington University Review, volume 81. January 2003.

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

PELTZMAN, Sam. *Toward a More General Theory of Regulation*. Journal of Law and Economics, 1976.

PEREIRA FILHO, Celso Roberto. *Contribuição do direito norte-americano ao sistema de proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro*. Dissertação de Mestrado apresentada à FDUSP. 2015

PERRICONE, Sheila. Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 11. São Paulo: RT, 2001, pp. 80-101.

PFEIFFER, Rodolfo Augusto Castellanos. Aplicação do Código de Defesa do Consumidor aos administradores de fundos de investimento. *Revista de Direito do Consumidor*, v. 61, jan.-mar./2007.

PFEIFFER, Rodolfo Augusto Castellanos e PASQUALOTTO, Adalberto. *Código de Defesa do Consumidor e Código Civil de 2002: convergências e assimetrias*. São Paulo: RT, 2005.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PINTO, Luís Felipe de Carvalho. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro*. Tese de Doutorado apresentada à FADUSP. 2011.

PIRES, Daniela Marin. *Os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC)*. 2ª ed. São Paulo: Almedina, 2015.

POSNER, Richard. *Theories of Economic Regulation*. *Bell Journal of Economics*. Vol. 5. 1974.

PROCKNOR, Marina; BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik. *Fundos de Investimento: Aspectos Regulatórios*. In: SANTI, Eurico de; CANADO, Vanessa Rahal (Coord.). *Direito*

Tributário: Tributação dos Mercados Financeiros e de Capitais e dos Investimentos Internacionais. São Paulo: Editora Saraiva, 2011.

REALE, Miguel. *O direito como experiência - introdução à epistemologia jurídica*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1999.

RIBEIRO, Flávio Santana Cançado. *Conflitos de interesses nos fundos de investimento: aspectos polêmicos*. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (coords.). *Fundos de investimento – aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

ROCHA, Tatiana Nogueira. *Fundos de investimento e papel do administrador*. São Paulo: Textonovo, 2005.

RUY, Fernando Estevam Bravin. *Direito do investidor. Consumidor no mercado de capitais e nos fundos de investimento*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010.

SADDI, Jairo. *Uma Lei Única para os fundos de investimento. Carta Forense*. São Paulo, 01.08.2005.

SALAMA, Bruno Meyerhof; PARGENDLER, Mariana. Direito e Consequência no Brasil: em busca de um discurso sobre o método. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, v. 262, p. 95-144, 2013.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *O trust e o direito brasileiro*. São Paulo: LTR, 1996.

SARTRE, Jean-Paul. *O ser e o nada – ensaio de ontologia fenomenológica*. 13ª ed. São Paulo: Vozes, 2005.

SILVA, De Plácido e. *Vocabulário jurídico*. 25ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

SILVA, Rodrigo Alves da. Os fundos de investimento financeiro à luz do Código de Defesa do Consumidor: a proteção jurídica do investidor. *Revista de Direito Privado*, v. 17, jan.-mar./2004.

SOUTO, Saint-Clair Diniz Martins. *Fundos de investimento: um tipo societário autônomo e suas principais características*. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de Brasília - UnB, Brasília, 2016.

SOUZA JR., Francisco Satiro de. *Construção judicial sobre ativos de fundos de investimento em participações*. In: *Direito empresarial – estudos em homenagem ao Professor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa*. São Paulo: Ed. IASP, 2015.

STIGLER, George. *The Theory of Economic Regulation*. Bell Journal of Economics. Vol. 2. 1971.

SZTAJN, Rachel. A incompletude do contrato de sociedade. *Revista da Faculdade de Direito*, São Paulo, v. 99 (Jan.-Dez.2004).

_____. Regulação e mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 135. São Paulo: Revista dos Tribunais, jul-set, 2004.

_____. *Teoria jurídica da empresa: atividade empresária e mercados*. São Paulo: Atlas, 2004.

SUNSTEIN, Cass S.; THALER, Richard H. *O paternalismo libertário não é uma contradição em termos*. São Paulo: Revista Eletrônica de Direito Civil, a. 4, n. 2, 2015.

TIMM, Luciano Benetti. *Análise econômica do direito das obrigações e contratos comerciais*. In: COELHO, Fabio Ulhoa. *Tratado de direito comercial*, vol. 5. São Paulo: Saraiva, 2015.

_____. *Direito e economia no Brasil*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2014.

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

TUCKER, Paul. *Shadow Banking, Financing Markets and Financial Stability*, January 2010. Disponível em: <<http://www.bis.org/review/r100126d.pdf>>. Último acesso em 18 de setembro de 2016.

_____. *Shadow banking: thoughts for a possible policy agenda*. Bank of England: London, 2012. Disponível em <<http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2012/speech566.pdf>>. Último acesso em 7 de dezembro de 2016.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Direito comercial: teoria geral do contrato*. 2ª ed. São Paulo: RT, 2014.

VERSIANI, Fernanda Valle. *Fundos de Investimento em Ações (FIA) e Fundos Multimercados (FIM)*. In: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Valle (coords.). *Fundos de investimento – aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

WALD, Arnaldo. O direito do consumidor e as suas repercussões em relação às instituições financeiras. *Revista dos Tribunais*, n. 666, abril de 1991.

_____. O investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 32. São Paulo: RT, 2006

_____. Natureza jurídica do fundo imobiliário. *Revista de Direito Mercantil*, nº 80, out.-dez./1990.

WILLIAMSON, Oliver. *The economic institutions of capitalism*. 1985.

WILNER, Adriana. *Conflitos de interesses entre investidor e administrador de fundos: evidências e mecanismos de controle no Brasil*. Dissertação apresentada no curso de pós-graduação da FGV/EAESP, 2000.

YAZBEK, Otavio. *Regulação no mercado financeiro e de capitais*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

ANEXO A – LISTA DE OBJETIVOS E PRINCÍPIOS DA REGULAÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS DA IOSCO

A. PRINCÍPIOS RELATIVOS AO REGULADOR

1. As responsabilidades do regulador devem ser claras e indicadas de forma objetiva.
2. O regulador deve ser operacionalmente independente e responsável no exercício das suas funções e poderes.
3. O regulador deve ter poderes adequados, recursos apropriados e a capacidade para desempenhar as suas funções e exercer os seus poderes.
4. O regulador deve adoptar processos de regulação claros e consistentes.
5. A equipa do regulador deve cumprir os mais elevados padrões profissionais, incluindo as normas de confidencialidade adequadas.
6. O regulador deve ter ou contribuir para um processo de monitorização, mitigação e gestão de risco sistémico, adequado ao seu mandato.
7. O regulador deve ter ou contribuir para um processo de análise regular do perímetro da regulação.
8. O regulador deve procurar assegurar-se de que os conflitos de interesses e o não-alinhamento de incentivos sejam evitados, eliminados, divulgados ou geridos.

B. PRINCÍPIOS DE AUTO-REGULAÇÃO

9. Nos casos em que o sistema regulatório recorre a Organizações Autorreguladas (OAR) que exerçam diretamente algumas responsabilidades de supervisão direta nas suas respectivas áreas de competência, essas OAR devem ser sujeitas à fiscalização do regulador

e devem cumprir padrões de equidade e confidencialidade no exercício dos seus poderes e responsabilidades delegadas.

C. PRINCÍPIOS PARA A APLICAÇÃO DA REGULAÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

10. O regulador deve ter poderes abrangentes de inspeção, investigação e supervisão.

11. O regulador deve ter poderes de enforcement abrangentes.

12. O sistema regulatório deve garantir a utilização eficaz e credível de poderes de inspeção, investigação, supervisão e de enforcement e a implementação de um programa de conformidade eficaz.

D. PRINCÍPIOS PARA A COOPERAÇÃO NA REGULAÇÃO

13. O regulador deve ter o poder para partilhar tanto informações públicas como informações não públicas com outros reguladores nacionais e estrangeiros.

14. Os reguladores devem criar mecanismos de partilha de informações que definam quando e como partilharão informações públicas e não públicas com os seus homólogos nacionais e estrangeiros.

15. O sistema regulatório deve permitir a prestação de assistência a reguladores estrangeiros que necessitem de fazer consultas durante o exercício das suas funções e dos seus poderes.

E. PRINCÍPIOS PARA EMISSORES

16. A divulgação de resultados financeiros, riscos e outras informações que sejam fundamentais nas decisões dos investidores deve ser completa, rigorosa e tempestiva.

17. Os titulares de valores mobiliários de uma empresa devem ser tratados de forma justa e equitativa.

18. As normas contábilísticas utilizadas pelos emitentes para preparar demonstrações financeiras devem ser de elevada qualidade e reconhecidas internacionalmente.

F. PRINCÍPIOS PARA AUDITORES, AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO DE RISCO E OUTROS PRESTADORES DE SERVIÇOS DE INFORMAÇÃO

19. Os auditores devem ser sujeitos a níveis adequados de supervisão.

20. Os auditores devem ser independentes da entidade emitente que auditam.

21. Os padrões de auditoria devem ser de elevada qualidade e reconhecidos internacionalmente.

22. As agências de notação de risco devem ser sujeitas a níveis adequados de fiscalização. O sistema regulatório deve garantir que as agências de notação de risco, cujas classificações sejam utilizadas para fins de regulação estejam sujeitas a registo e supervisão contínua.

23. Outras entidades que oferecem aos investidores serviços de análise ou de avaliação devem ser sujeitas a fiscalização e regulação adequadas em relação ao impacto que as suas actividades têm no mercado ou ao grau de dependência do sistema regulatório relativamente às mesmas.

G. PRINCÍPIOS PARA ORGANISMOS DE INVESTIMENTO COLECTIVO

24. O sistema regulatório deve estabelecer padrões para a elegibilidade, governação, organização e conduta operacional aplicáveis a quem pretenda comercializar ou operar um organismo de investimento coletivo.

25. O sistema regulatório deve estabelecer regras que regem a forma jurídica e a estrutura dos organismos de investimento coletivo e a segregação e a protecção dos ativos dos clientes.

26. A regulação deve exigir a divulgação, conforme estabelecido ao abrigo dos princípios relativos a emitentes, que é necessária para avaliar a adequação de um organismo de

investimento coletivo a um determinado investidor e o valor do interesse do investidor no organismo.

27. A regulação deve garantir que exista uma base explícita e adequada para a avaliação do ativo, para o estabelecimento do preço e para o resgate de unidades de participação num organismo de investimento coletivo.

28. A regulação deve garantir que os hedge funds e/ou os gestores/avaliadores de hedge funds estejam sujeitos a uma fiscalização adequada.

H. PRINCÍPIOS PARA INTERMEDIÁRIOS DO MERCADO

29. A regulação deve prever normas mínimas de entrada para os intermediários financeiros.

30. Devem existir requisitos de capital inicial e permanente e outros requisitos prudenciais para os intermediários financeiros que reflitam os riscos que os intermediários assumem.

31. Os intermediários financeiros devem ser obrigados a estabelecer uma função de controlo interno que garanta o cumprimento de padrões relativos à sua organização e conduta operacional com o objetivo de proteger os interesses dos clientes e os seus ativos e assegurar a boa gestão de riscos. Através da existência dessa função de controlo interno, o intermediário assume a responsabilidade pelo cumprimento dos padrões atrás mencionados.

32. Devem existir procedimentos para lidar com a insolvência de um intermediário financeiro, de modo a minimizar os danos e as perdas para os investidores e conter os riscos sistémicos.

I. PRINCÍPIOS PARA MERCADOS SECUNDÁRIOS

33. O estabelecimento de sistemas de negociação de bolsas de valores deve ser sujeito a autorização e fiscalização por parte do regulador.

34. Deve existir uma supervisão regulatória contínua das bolsas e sistemas de negociação que deve ter por objetivo garantir que a integridade da negociação seja mantida através de

regras justas e equitativas que estabelecem um equilíbrio adequado entre as exigências dos vários participantes no mercado.

35. A regulação deve promover a transparência da negociação.

36. A regulação deve ser concebida para detectar e dissuadir a manipulação e outras práticas de negociação desleais.

37. A regulação deve ter por objetivo garantir a gestão adequada dos grandes riscos, do risco de insolvência e das perturbações do mercado.

J. PRINCÍPIOS RELATIVOS AOS SISTEMAS DE COMPENSAÇÃO E LIQUIDAÇÃO

38. Os sistemas de liquidação de valores mobiliários e as contrapartes centrais devem estar sujeitos a requisitos de regulação e supervisão concebidos para garantir que sejam justos, eficazes, eficientes e que reduzam o risco sistémico.”