

FUNDOS DE INVESTIMENTO E AUTONOMIA PATRIMONIAL

GRASIELA CERBINO

Advogada, Sócia de Cerbino Advocacia, Ex-Diretora Jurídica da B3 S.A. e Doutoranda em Direito pela Sapienza Università di Roma.

LEONARDO ANTHERO AURIEMA

Advogado, Bacharel, Mestre em Ciências e Doutorando em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo e Especialista em Contabilidade e Finanças pelo FIPECAFI.

1 – Introdução; 2 – Os fundos de investimento na teoria do patrimônio. Precisações conceituais; 2.1. Patrimônio destinado ou afetado; 2.2. Patrimônio separado ou segregado; 2.3. Patrimônio autônomo; 3. O patrimônio especial dos fundos de investimento na Lei da Liberdade Econômica e na Resolução CVM 175; 3.1. A caracterização dos fundos de investimento como condomínio; 3.2. A segregação patrimonial para diferentes classes de cotas de fundo de investimento; 4 – Conclusão

1. Introdução

As reflexões acerca da teoria do patrimônio e da autonomia patrimonial sempre estiveram presentes na dogmática do Direito Privado, sendo que os aspectos mais refinados e gerais desse tema de estudo são oriundos do Direito Civil em decorrência da relevância que as questões jurídicas relacionadas ao patrimônio têm para a teoria geral das obrigações e do direito contratual como um todo.¹ No Direito Empresarial, tópicos da teoria do patrimônio exsurgem

¹ Para uma análise da questão do requisito da patrimonialidade na teoria das obrigações, ver VARELA, João de Matos Antunes. *Das obrigações em geral*. Vol. I, 10ª Ed. Coimbra: Almedina, 2000, pp. 101-105.

no contexto do estudo de alguns patrimônios especiais, tal como ocorre nas sociedades em comum e na massa falida.²

No entanto, compreender o regime jurídico dos fundos de investimento no Brasil exige, como elemento prévio, a compreensão de aspectos gerais da teoria do patrimônio e como se aplica a este importante instrumento de investimentos no Brasil, sobretudo quando se considera o contexto do mercado de valores mobiliários brasileiro, no qual a palavra “patrimônio” vem carregada de uma polissemia que é oriunda de outros campos do conhecimento, tais como as áreas de contabilidade e da teoria de finanças.

O tratamento dado aos fundos de investimento – pela edição da Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019 (Lei da Liberdade Econômica), que alterou a Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil) - e a regulamentação recente da CVM - por meio da Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro 2022 (Resolução CVM 175) - trazem uma excelente oportunidade para a sedimentação de tais conceitos e a relação dos postulados teóricos com a dimensão prática que uma indústria tão dinâmica como a dos fundos de investimento exige.

Nesse sentido, esse artigo se subdivide em duas principais seções. Na primeira seção, serão abordados alguns dos conceitos essenciais da teoria do patrimônio, destacando a noção de patrimônio geral e de esfera jurídica como preparação do prosclênio conceitual das categorias de patrimônio especial, no qual estão os fundos de investimento. Essa primeira seção permitirá a localização exata dos fundos de investimento no quadro geral do regime jurídico do patrimônio, destacando os elementos jurídicos deste conceito, fundamental para os profissionais do Direito que atuam no mercado de valores mobiliários brasileiro.

A segunda seção trará algumas notas de destaque do tratamento dado pela Lei da Liberdade Econômica e pela Resolução CVM 175 aos aspectos jurídicos do patrimônio dos fundos de investimento, relacionando os conceitos gerais apresentados com o regime legal e regulamentar da matéria, seguindo-se uma conclusão sintética das considerações e reflexões abordadas no artigo.

² Para referências clássicas de abordagens acerca do patrimônio no âmbito do Direito Empresarial, ver MARCONDES, Sylvio. *Do objeto de direito – Patrimônio*. In: *Problemas de direito mercantil*. São Paulo: Max Limonad, 1970, pp. 1-442; BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do estabelecimento comercial – Fundo de Comércio ou fazenda mercantil*. In: *Problemas de direito mercantil*. São Paulo: Max Limonad, 1969, pp. 7-280; e FRANÇA, Erasmo Valladão de Azevedo e Novaes. *A sociedade em comum*. São Paulo: Malheiros, 2013, pp. 1-192.

2. Os fundos de investimento na teoria do patrimônio. Precisações conceituais.

Sempre que se faz referência ao conceito de “patrimônio” no âmbito do mercado financeiro e de capitais brasileiro são variadas as referências imediatas que os principais agentes desses mercados têm. Por ser um conceito recorrente e muito importante no âmbito contábil e na teoria de finanças, as associações com noções correlatas tais como “patrimônio líquido”³ nas demonstrações contábeis ou “requisitos patrimoniais mínimos” presente na regulação prudencial brasileira⁴ são comuns. Embora essas noções estejam presentes no universo dos fundos de investimento, é o conceito jurídico de patrimônio o mais importante para compreender a dinâmica prática da autonomia patrimonial desse importante instrumento de investimentos no Brasil.

Em primeiro lugar, é necessário reforçar o conceito jurídico geral de patrimônio, pois deste conceito depende a compreensão dos chamados patrimônios especiais, contexto no qual estão os fundos de investimento.

Uma aproximação preliminar do conceito jurídico de patrimônio é dada pelo próprio Código Civil, constante na definição legal de universalidade de direito, estabelecido no artigo 91 deste diploma legal. Na dicção da lei, “constitui universalidade de direito o complexo de relações jurídicas, de uma pessoa, dotadas de valor econômico”. Somente por essa aproximação preliminar do conceito já é possível conectar à noção de patrimônio um complexo de relações jurídicas pertinentes a uma determinada pessoa e que se caracterizam pela sua possível expressão econômica.

Embora essa definição tenha a vantagem de estar expressa em lei, rigorosamente, é uma conceituação muito modesta, uma vez que não expressa todos os elementos essenciais da compreensão técnica do conceito jurídico de patrimônio. Sem prejuízo do mérito de outras definições de patrimônio, utiliza-se aqui a descrição conceitual feita por Alcides Tomasetti

³ Para um exemplo do uso da expressão “patrimônio” na legislação brasileira, os dispositivos da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 são uma das principais referências, tal como ocorre no artigo 176 e ss.

⁴ Expressão encontrada em diferentes normas do Banco Central do Brasil (BCB) ao disciplinar a constituição e funcionamento de instituições por ele reguladas.

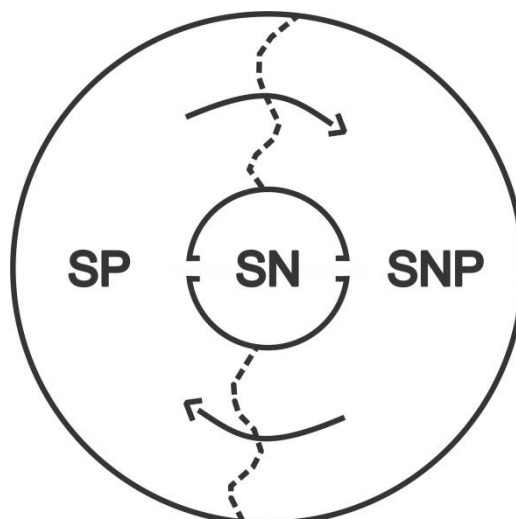
Júnior, para quem patrimônio é o complexo de posições jurídicas, ativas e passivas, complexas e elementares dotadas de valor econômico e consequente expressão pecuniária.⁵⁻⁶

Esse conceito jurídico de patrimônio tem o mérito de trazer maiores detalhes acerca das especificações que integram o patrimônio de determinada pessoa, com maiores precisões das posições jurídicas ativas e passivas que estão implicadas na noção de relação jurídica, conforme utilizada pelo Código Civil. Considerando que esse complexo de posições jurídicas que integra o patrimônio é vinculado à determinada pessoa, por consequência, é possível dizer que toda pessoa é titular (ou potencial titular) de um patrimônio.

A compreensão desses elementos básicos do conceito jurídico de patrimônio permite a utilização instrumental do conceito de esfera jurídica. Toda pessoa é titular de uma esfera jurídica, conceito que abarca o complexo de posições jurídicas subjetivas ativas e passivas, elementares e complexas, patrimoniais e não patrimoniais dessa pessoa. Ou seja, o complexo de posições patrimoniais compõe uma “parcela” ou “setor” dessa esfera jurídica, sendo os demais setores compostos de posições jurídicas ativas e passivas que não dotadas de valor econômico. Sem adentrar nos seus meandros específicos, o conceito de esfera jurídica pode ser representado da seguinte forma:

⁵ “O termo ‘propriedade’ – no art. 5º, caput, bem como nos seus incisos XXII e XXIII, e assim também nos incisos II e III, ao art. 170, da Carta Federal – está empregado no significado amplíssimo de direito subjetivo patrimonial. A importância dessa abrangência, paradoxalmente, precisa ser posta em realce. Pois ao ativo patrimonial – a todas as posições jurídicas subjetivas ativas, dotadas de valor econômico e expressão pecuniária, é que se reconduz a garantia constitucional da propriedade”. TOMASETTI JÚNIOR, Alcides. *Jurisprudência comentada: Perecimento do direito de domínio e improcedência da ação reivindicatória. Favela consolidada sobre terreno urbano loteado. Função social da propriedade. Prevalência da Constituição Federal sobre o Direito Comum*. In: RT 723, 1996, p. 214.

⁶ Como aponta Marcel Edvar Simões, tal conceituação é uma elaboração desenvolvida por Alcides Tomasetti Júnior ao longo dos anos em seus escritos e em suas aulas. SIMÕES, Marcel Edvar. *O patrimônio no direito civil e no direito empresarial – patrimônios destinados, patrimônios separados e patrimônios autônomos*. São Paulo: Editora Foco, 2023, p. 83.



A parcela esquerda da esfera, designada por “SP” diz respeito ao “setor patrimonial”, que indica, precisamente, o conceito jurídico de patrimônio, conforme utilizado acima. A parcela direita, designada por “SNP”, diz respeito ao “setor não patrimonial” da esfera jurídica, no qual encontram-se as posições jurídicas que não são dotadas de valor econômico, tais como determinados poderes e deveres funcionais próprios do direito de família (*e.g.* deveres e poderes dos pais em relação aos filhos). Por fim, “SN” designa o “setor nuclear” da esfera jurídica, no qual estão as posições jurídicas ativas e passivas essenciais à pessoa humana e sua dignidade, tais como seus direitos fundamentais e direitos de personalidade.⁷

Munido com os conceitos de patrimônio geral e de esfera jurídica, torna-se viável precisar os conceitos fundamentais da teoria do patrimônio. Com efeito, o conceito de patrimônio apresentado designa o patrimônio geral de uma determinada pessoa e a partir da visualização desse patrimônio geral no setor patrimonial da esfera jurídica dessa pessoa, é possível destacar as diferentes categorias de patrimônio especial, dentro do qual estão inclusos os fundos de investimento. Conforme apresenta Marcel Edvar Simões, as três categorias de patrimônio especial são (i) patrimônio destinado (ou afetado); (ii) patrimônio separado; e (iii) patrimônio autônomo.⁸

⁷ Representação e explicação extraída da obra de Marcel Simões, *op.cit.*, p.78.

⁸ As seções que se seguem foram extraídas da excelente obra de Marcel Edvar Simões, fruto de sua tese de doutorado e recentemente publicada, obra relevante por sua profundidade dogmática e atualização. SIMÕES, Marcel Edvar, *Op.Cit.*, pp.135-175.

Embora o foco deste artigo não seja apresentar uma exposição pormenorizada de cada categoria e as peculiaridades de cada patrimônio especial na legislação brasileira, é necessário apresentar as especificidades de cada uma dessas categorias e os respectivos exemplos de regime jurídico. Tal esforço é importante por permitir a devida precisão e diferenciação conceitual em um cenário em que há o emprego indiscriminado desses conceitos para diferentes regimes jurídicos, o que afeta a compreensão do regime patrimonial dos fundos de investimento.

2.1 Patrimônio destinado ou afetado

Em primeiro lugar, cabe esclarecer que o conceito de patrimônio destinado ou afetado não se refere ao que a Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964 (Lei 4.591/1964) designa como “patrimônio de afetação” nas incorporações imobiliárias e que, por ter ganhado tamanha aderência, é utilizada, por vezes, como sinônimo de qualquer tipo de regime de especialização patrimonial.⁹ Conforme se verá adiante, o denominado “patrimônio de afetação” está em outra categoria classificatória de patrimônio especial; havendo a confusão conceitual ligada a essa denominação, é preferível a utilização da expressão “patrimônio destinado” para essa categoria.¹⁰

O patrimônio destinado aponta para um regime jurídico especial no qual parcela do patrimônio geral de uma pessoa passa a contar com características destacadas do restante de seu complexo patrimonial, sem, contudo, se segregar de seu patrimônio geral. É o caso no qual determinadas posições jurídicas integrantes do patrimônio geral são destacadas por regimes jurídicos como o da impenhorabilidade, inalienabilidade, incomunicabilidade etc.

Como exemplo imediato de patrimônio destinado pensa-se no regime jurídico do bem de família¹¹, no mínimo patrimonial existencial e na porção patrimonial dos cônjuges em

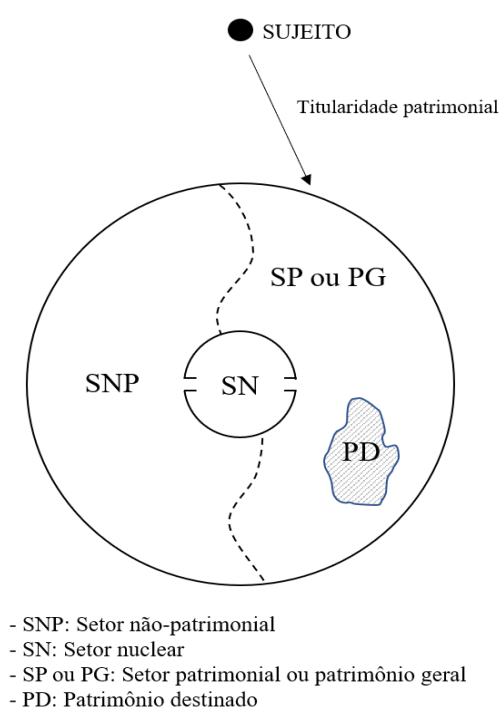
⁹ Abrindo um capítulo específico na Lei 4.591/64, o artigo 31-A traz as linhas fundamentais do patrimônio de afetação: “A critério do incorporador, a incorporação poderá ser submetida ao regime da afetação, pelo qual o terreno e as acessões objeto de incorporação imobiliária, bem como os demais bens e direitos a ela vinculados, manter-se-ão apartados do patrimônio do incorporador e constituirão patrimônio de afetação, destinado à consecução da incorporação correspondente e à entrega das unidades imobiliárias aos respectivos adquirentes.”

¹⁰ Conforme explica Marcel Simões, a expressão “patrimônio de afetação” é um galicismo, *patrimoine d'affectation*, o que justifica a preferência pela expressão “patrimônio destinado”. SIMÕES, Marcel Edvar, Op.Cit., p.143.

¹¹ O artigo 1º da Lei 8.009, de 29 de março de 1990 é claro nesse sentido: “O imóvel residencial próprio do casal, ou da entidade familiar, é impenhorável e não responderá por qualquer tipo de dívida civil, comercial, fiscal, previdenciária ou de outra natureza, contraída pelos cônjuges ou pelos pais ou filhos que sejam seus proprietários e nele residam, salvo nas hipóteses previstas nesta lei.”

regimes de comunhão parcial¹² e universal de bens.¹³ São exemplos de especialidade patrimonial no qual a lei brasileira realça um perímetro no patrimônio geral de uma pessoa para o cumprimento de finalidades específicas sem, contudo, segregar ou autonomizar tais posições jurídicas em uma esfera jurídica apartada.

Seguindo a linha apresentada nessa exposição e tendo em conta o conceito de esfera jurídica, a categoria jurídica do patrimônio especial destinado pode ser representada da seguinte forma:



2.2 Patrimônio separado ou segregado

Em um patamar mais elevado de especialidade está a categoria do patrimônio separado ou segregado, conforme referido na lei e na doutrina. No caso dessa categoria, não há somente uma coloração diferente no setor patrimonial da esfera jurídica de uma determinada pessoa, como ocorre na categoria anterior, mas a separação objetiva de um complexo de posições jurídicas ativas e passivas próprias. Embora haja essa separação do patrimônio geral, não há a designação da titularidade deste patrimônio separado a um novo sujeito de direitos, havendo uma separação objetiva e não subjetiva. Ou seja, esse patrimônio separado continua sendo

¹² Ver artigos 1.657 a 1.666 do Código Civil.

¹³ Ver artigos 1.667 a 1.671 do Código Civil.

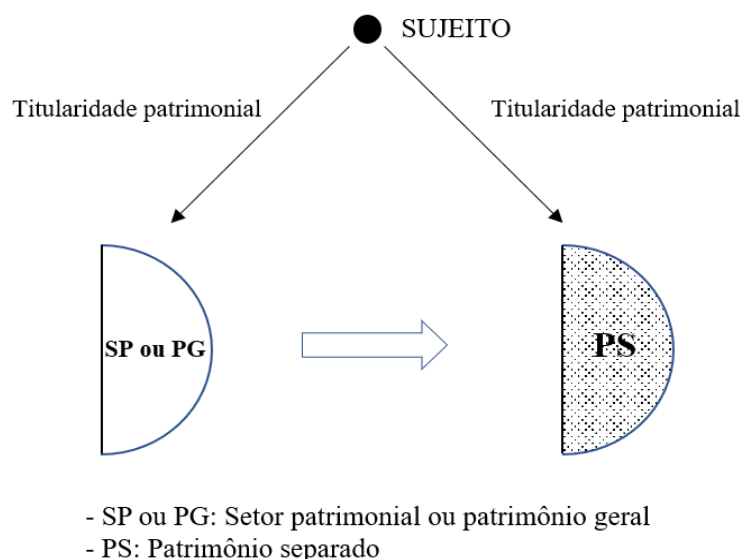
titularizado pela mesma pessoa ou pluralidade de pessoas, sem a sua atribuição a um sujeito de direitos autônomo.

O sistema jurídico viabiliza o fenômeno da separação patrimonial não para dar um tratamento distinto a um certo contorno de posições jurídicas ativas e passivas dentro do patrimônio geral, mas promove a segregação do patrimônio geral com a finalidade precípua de fazer com que esse patrimônio sirva como garantia perante os credores. Em outras palavras, a lei estrutura a separação patrimonial tendo em conta a responsabilização desse patrimônio pelas obrigações que forem contratadas pelos titulares desse complexo segregado de posições jurídicas.

É por essa razão que é nesta categoria que se encontra o chamado “patrimônio de afetação” na legislação sobre incorporação imobiliária, mecanismo de garantia e proteção para os adquirentes das unidades imobiliárias relativas a determinado empreendimento.¹⁴ O mesmo ocorre com a figura do Trust, conforme revelam os termos da Convenção de Haia de 1985 ao trazer os traços do regime jurídico desta figura.¹⁵ É possível representar o patrimônio separado pelo seguinte quadro esquemático:

¹⁴ Os §§ 1º e 3º do artigo 31-A da Lei 4.591/64, já mencionado acima, deixa claro que o fenômeno da separação patrimonial aqui retratado diz respeito à responsabilidade por dívidas: “§ 1º O patrimônio de afetação não se comunica com os demais bens, direitos e obrigações do patrimônio geral do incorporador ou de outros patrimônios de afetação por ele constituídos e só responde por dívidas e obrigações vinculadas à incorporação respectiva. (...) § 3º Os bens e direitos integrantes do patrimônio de afetação somente poderão ser objeto de garantia real em operação de crédito cujo produto seja integralmente destinado à consecução da edificação correspondente e à entrega das unidades imobiliárias aos respectivos adquirentes.”

¹⁵ Nesse sentido, são esclarecedores os artigos 2º e 11 desta convenção: “Artigo 2 (...) O *trust* possui as seguintes características: a) os bens constituem um fundo separado e não são parte do patrimônio do curador (...). Artigo 11 (...) Este reconhecimento implicará, no mínimo, que os bens do *trust* sejam separados do patrimônio pessoal do curador, que o curador possa processar e ser processado em sua capacidade de curador, ou comparável na qualidade de curador perante o notário ou qualquer outro ente oficial. Tanto se a lei aplicável ao *trust* requerer ou fornecer, tal reconhecimento implicará, em particular: a) que credores pessoais do curador não tenham recursos contra os bens do *trust*; (...). Texto em português da Convenção de Haia de 1985 disponível em: <https://www.hcch.net/pt/instruments/conventions/full-text/?cid=59>. Acesso em 20 de maio de 2023.



O conceito de patrimônio separado também será importante para a compreensão do regime jurídico atual dos fundos de investimento, em especial para o entendimento do conceito de classes diversas dentro do mesmo fundo de investimento, mas, antes, é necessário apresentar o conceito de patrimônio autônomo, categoria na qual se encontram os fundos de investimento dentro da sistemática da legislação e regulação brasileiras.

2.3 Patrimônio autônomo

Em um grau ainda mais elevado e sofisticado de especialidade, o patrimônio autônomo não só designa um destacamento de uma parcela do patrimônio geral de uma pessoa, mas vai além ao acrescentar o nascimento de um novo sujeito de direitos como resultado dessa especialização, concentrando neste novo sujeito de direitos a movimentação das posições jurídicas ativas e passivas integrantes deste patrimônio, respeitadas as regras de representação enunciadas na legislação que regulamenta cada um desses patrimônios autônomos.¹⁶

Cabe aqui deixar claro que o patrimônio autônomo é uma espécie de patrimônio especial e não se confunde com a dinâmica própria da “autonomização patrimonial”, expressão que abarca o processo de formação de pessoas jurídicas, que passam a ser, elas mesmas, titulares das posições jurídicas ativas e passivas que integram a sua própria esfera jurídica. Nesse sentido, a categoria do “patrimônio autônomo” aponta para o surgimento de um sujeito

¹⁶ Essa é uma distinção que encontra sólida raiz na doutrina de Francesco Messineo “*Il concetto di patrimonio separato si collega all'ordine di idee proprio dell'art. 2740 (su che, vedi § 101); quello di patrimonio autonomo al fatto della formazione di un aggregato di beni, destinati a nuovo soggetto giuridico, o di figura assimilata*”. MESSINEO, Francesco, *Manuale di diritto civile e commerciale*. 9. ed. Milano: Giuffrè, 1957, v. 1, p. 387.

de direitos que não é, nos termos da legislação brasileira, uma pessoa em sentido técnico-jurídico.

Aqui cabe esclarecer que os conceitos de pessoa (natural ou jurídica), em sentido técnico, não se confunde com o conceito de sujeito de direitos, sendo este último mais amplo do que o conceito de pessoa. Ser “sujeito de direitos” significa a capacidade jurídica de ser “sujeito de relações jurídicas”, ou seja, de poder figurar no polo ativo ou polo passivo de uma determinada relação jurídica.¹⁷ Embora sejam as pessoas, dotadas de capacidade jurídica, os sujeitos de relações jurídicas por excelência, há outras figuras que não são pessoas em sentido técnico jurídico (cita-se como exemplos típicos o espólio e a massa falida), mas que figuram como partes de relações jurídicas, judicial e extrajudicialmente.¹⁸⁻¹⁹

É precisamente nesse perímetro conceitual que se encontram os fundos de investimento, que não são pessoas, como já consagrou de forma categórica a Lei de Liberdade Econômica, mas que são sujeitos de relações jurídicas extremamente presentes na dinâmica do mercado de valores mobiliários brasileiro. Com efeito os fundos de investimento figuram como compradores e vendedores de valores mobiliários e ativos financeiros, participam de complexos arranjos de investimento e operações de aquisição de empresas,²⁰ figuram como partes processuais na esfera judicial ou arbitral etc. Tal participação é feita em nome do fundo de investimento, que congrega, em um sujeito de direitos apartado, os interesses de seus cotistas.

¹⁷ É a lição clara de Pontes de Miranda quando ensina que o conceito de “sujeito de direitos” precede o conceito de “pessoa”: “Rigorosamente, só se devia tratar das pessoas, depois de se tratar dos sujeitos de direito; porque ser pessoa é a apenas ter a possibilidade de ser sujeito de direito. Ser sujeito de direito é estar na posição de titular de direito.” PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. T. 1, 4ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983, pp.153-154.

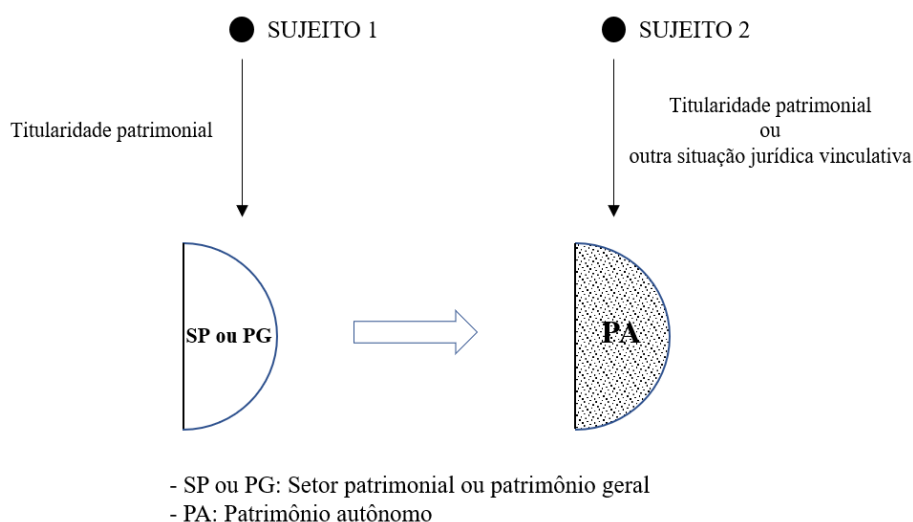
¹⁸ Marcos Bernardes de Mello aprofunda a concepção ponteana ao conceituar o que vem a ser um sujeito de direito: “Sujeito de direito é todo ente, seja uma pessoa, grupo de pessoas ou universalidades patrimoniais, a que o ordenamento jurídico atribui capacidade jurídica (= capacidade de direito) e que, por isso, detém titularidade de posição como termo, ativo ou passivo, em relação jurídica de direito material (= ser titular de direito ou de dever, de pretensão ou de obrigação, de ação ou situação de acionado, de exceção ou de situação de excetado) ou de direito formal (= ser autor, réu, embargante, opoente, assistente ou, apenas, recorrente), ou, mais amplamente, de alguma situação jurídica. Ser sujeito de direito, portanto, é ser titular de uma situação jurídica (lato sensu), seja como termo de relação jurídica, seja como detentor de uma simples posição no mundo jurídico”. MELLO, Marcos Bernardes de. *Teoria do Fato Jurídico – Plano da Eficácia*. 11ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2019, p.148.

¹⁹ No âmbito processual, a capacidade jurídica de figurar como autor ou réu em demandas judiciais por sujeitos de direitos que não são pessoas, tais como os casos da massa falida, do espólio e do condomínio está expressamente reconhecida no artigo 75 do Código de Processo Civil.

²⁰ Tome-se como exemplo o relevante papel que os Fundos de Investimento em Participação (FIP) têm no investimento empresarial em operações de *private equity*.

Para realizar essa miríade de operações econômicas, buscando obter bons resultados para os investidores que ali depositaram parte de suas economias e devendo proteger os interesses de seus cotistas em várias frentes, o sistema jurídico atribui a este sujeito de direitos um patrimônio autônomo.

É a mesma lógica que está presente no espólio, na massa falida e, também, nos condomínios. Para cumprir com os propósitos legais estabelecidos para ambos os regimes jurídicos, os seus respectivos administradores devem poder dispor das posições jurídicas ativas e passivas que compõem esse patrimônio autônomo, devendo representar esses sujeitos de direito em esfera contenciosa sempre que necessário e com o fim de defender os interesses daqueles que, nos termos da lei, devem ser beneficiados pelas posições jurídicas daqueles patrimônios autônomos. Nesse sentido, é possível representar a categoria do patrimônio autônomo da seguinte forma:



A distinção conceitual proposta nesta seção não visa ao preciosismo conceitual. Como se vê, a confusão dos conceitos de patrimônio pode levar à falta de clareza no estudo da matéria e à compreensão equivocada dos diferentes regimes jurídicos existentes por detrás dos conceitos. Traçadas as lindes conceituais necessárias, é possível passar à análise de alguns elementos fundamentais da especialidade patrimonial no campo dos fundos de investimento, conforme presentes na legislação e na nova regulamentação dessa indústria.

3. O patrimônio especial dos fundos de investimento na Lei da Liberdade Econômica e na Resolução CVM 175

3.1. A caracterização dos fundos de investimento como condomínio

Conforme mencionado na introdução a este artigo, a Lei da Liberdade Econômica trouxe um claro tratamento jurídico para os fundos de investimento, caracterizando-os como condomínios de natureza especial e estabelecendo que não se trata de manifestações peculiares de sociedades comerciais.

A opção do legislador foi no sentido de sedimentar o entendimento majoritário da doutrina então vigente²¹⁻²² que, a partir de uma lacuna legal, defendia ter o fundo de investimento natureza de condomínio não edilício, em contraposição à posição minoritária que defendia, por sua vez, tratar-se de sociedade em comum não personificada.²³

Dessa forma, o enquadramento legal do instituto se dava no artigos 1.314 ao 1.326 do Código Civil Brasileiro, que disciplina o condomínio comum, assumindo, portanto, os investidores a posição jurídica de condôminos, enquanto o administrador e/ou o gestor do fundo assumiriam a função de administradores do bem comum – patrimônio do fundo – em benefício dos interesses dos investidores e segundo a política de investimento constante no

²¹ “É por essa razão que a Lei Federal n. 13.874/2019, ao tomar claro partido no embate doutrinário, além de reiterar e confirmar a natureza de condomínio dos fundos de investimento, por meio do texto do caput do novo art. 1.368-C do Código Civil, também especificou, no §1º de tal dispositivo, que se trata de modalidade especial de copropriedade, não sujeita aos preceitos gerais constantes dos arts. 1.314 a 1.358-A do mesmo diploma.” VIO, Daniel de Avila. *Fundos de Investimento*. In: CUNHA FILHO, Alexandre J. Carneiro, PICCELLI, Roberto Ricomini; e MACIEL, Renata Mota. *Lei da Liberdade Econômica Anotada*. Vol. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2020, p.305.

²² Nesse sentido, é esclarecedor o voto do Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva do Superior Tribunal de Justiça, que sintetiza as conclusões jurisprudenciais acerca do debate doutrinário, no qual prevaleceu a posição majoritária esposada pela Lei da Liberdade Econômica: “A despeito do desencontro de teses no âmbito doutrinário, para os fins que aqui interessam, importa reconhecer que: a) as normas aplicáveis aos fundos de investimento dispõem expressamente que eles são constituídos sob a forma de condomínio; b) nem todos os dispositivos legais que disciplinam os condomínios são indistintamente aplicáveis aos fundos de investimento, sujeitos a regramento específico; c) embora destituídos de personalidade jurídica, aos fundos de investimento são imputados direitos e deveres, tanto em suas relações internas quanto externas, e d) não obstante exercerem suas atividades por intermédio de seu administrador/gestor, os fundos de investimento podem ser titular, em nome próprio, de direitos e obrigações.” BRASIL., *Recurso Especial Nº 1.834.003 - SP (2017/0254167-9)*, Ministro-Relator: Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília: Superior Tribunal de Justiça. Julgado em 19 de setembro de 2019.

²³ FRANÇA, Erasmo Valladão de Azevedo e Novaes. *A natureza jurídica dos fundos de investimento. Conflito de interesses apurado pela própria assembleia de quotistas. Quórum qualificado para destituição de administrador de fundo*. In: *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, pp.185-215.

regulamento do fundo, essa, por sua vez, aceita pelos investidores por meio dos termos de adesão.

Em verdade, o debate doutrinário acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento era de particular importância exatamente por conta das questões relativas ao patrimônio e o tratamento desse patrimônio perante os investidores, administradores e gestores.

Isso porque, em sendo o patrimônio formado a partir dos aportes efetuados pelos investidores com a finalidade exclusivamente de investimento, o investidor deveria estar imune a eventuais passivos contraídos pelo fundo que superassem o valor do patrimônio do fundo e, por consequência, o valor do investimento realizado pelo investidor, consequência essa que seria, a princípio, incompatível com a tradicional doutrina dos condomínios em que cada condômino responde pelas dívidas do condomínio na proporção da sua cota-parte.²⁴

Sendo assim, essa construção doutrinária trazia relativa insegurança jurídica, especialmente no que dizia respeito à perfeita segregação do patrimônio do fundo em relação ao patrimônio dos seus cotistas quando o patrimônio do fundo fosse insuficiente para arcar com as obrigações contraídas pelo fundo. Ou seja, se questionava se os fundos de investimento teriam suas obrigações limitadas ao seu patrimônio ou se, ao revés, seguindo o tratamento dado aos condomínios em geral, se os condôminos – nesse caso os cotistas – seriam responsáveis na proporção de seu quinhão, às obrigações contraídas pelo fundo.

Conforme se depreende pelo texto da exposição de motivos da Medida Provisória, que precedeu à Lei da Liberdade Econômica, o norte do legislador foi exatamente tratar a questão do patrimônio, em especial à limitação patrimonial, referida, no entanto, pelo legislador como responsabilidade limitada.²⁵

²⁴ Art. 1.319 da Lei 10.406 de 2002. Cada condômino responde aos outros pelos frutos que percebeu da coisa e pelo dano que lhe causou.

²⁵ A Exposição de Motivos da Medida Provisória Nº 881, de 30 de abril de 2019, convertida na Lei da Liberdade Econômica ressalta: “18. Atenta às necessidades de facilitar a canalização de recursos poupados para a economia real, a proposta assegura a legalidade de responsabilidade limitada para fundos de investimento, o que deverá aumentar a segurança da modalidade por meio dessas estruturas. Contribui-se, assim, para um ambiente mais competitivo e atrativo que beneficiará inclusive os grandes programas de desestatizações, outro assunto emergencial que justifica a existência desta Medida. Espera-se que, ao equacionarmos nosso ambiente com o resto do mundo desenvolvido, abrindo a possibilidade desse tipo de fundo, conforme futura regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários, consigamos um aumento de investimentos em geral. Importante consequência desse aumento é a tendência de uma valorização maior dos ativos a serem desestatizados, o que ocasionará, ao fim e ao cabo, que mais recursos estejam disponíveis à Administração para a realização de políticas públicas de saúde e educação, por exemplo.”

Importante dizer que a discussão a respeito da natureza jurídica dos fundos não é exclusivamente brasileira. Também no direito italiano a questão foi objeto de alguma controvérsia.

Os fundos comuns de investimento previstos na legislação italiana²⁶ fazem parte da categoria *Organismo di investimento collettivo del risparmio (OICR)*, que, essencialmente, são considerados organismos para a prestação de serviços de gestão coletiva da poupança, cujo patrimônio é formado a partir de contribuições de uma pluralidade de investidores mediante a emissão de ações ou quotas e gerido no interesse dos investidores e de forma autônoma.

São também consideradas dentro da categoria de OICR a *Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV)* e a *Società di Investimento a Capitale Fisso (SICAF)*, que se diferenciam dos fundos comuns de investimento já que aquelas, à diferença desses, são organizadas como verdadeiras sociedades de investimentos nas quais os investidores participam como acionistas.

Dessa ausência de conceituação legal também na Itália se discutiu a respeito da natureza dos fundos comuns de investimento e também lá a discussão era pautada sobretudo por seu efeito mais importante que seria a questão da autonomia patrimonial.

Uma primeira corrente se desenvolveu no sentido de conceituar os fundos comuns de investimento como uma espécie *sui generis* de comunhão de direito comum²⁷ - na qual os investidores teriam responsabilidade limitada correspondente à soma versada e poderiam pedir a liquidação da própria cota. Ao lado dessa, desenvolveu-se, também, a teoria segundo a qual os fundos de investimento teriam a natureza de um contrato de depósito originário de uma relação tripartite entre a banca depositária, os investidores e a sociedade de gestão. E finalmente, a construção da doutrina majoritária foi no sentido de que se trata de um patrimônio distinto que não se confunde com o patrimônio das sociedades de gestão ou dos investidores. Essa foi a construção adotada pela *Corte di Cassazione* que também os desqualificou como centro de imputação de direitos e obrigações.²⁸

²⁶ Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52"

²⁷ SCHIAVELLO, Enzo. La natura giuridica dei fondi comuni di investimento in una recente sentenza della Cassazione. **Strumenti Finanziari e Fiscalità**, [s. l.], 2011. p.112.

²⁸ *Op. Cit.*, p. 112

A discussão de toda forma ficou superada em vista da inclusão no *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)* da autonomia patrimonial segundo a qual “*delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio*”²⁹, confirmando-se, assim, que a relevância da discussão da natureza jurídica dos fundos comuns de investimento lá, como aqui, está intrinsecamente relacionada e vem à reboque da discussão do patrimônio.

De toda forma, independentemente da lacuna legal que existiu até a edição da Lei da Liberdade Econômica, a indústria cresceu no Brasil e hoje já representa R\$ 7 trilhões.³⁰

Nesse sentido, a definição de fundo de investimento constante no artigo 1.368-C do Código Civil, conforme introduzido pela Lei da Liberdade Econômica, coroa o patrimônio dos fundos de investimento como um patrimônio autônomo, nos termos acima apresentados, pretendendo assim eliminar a insegurança jurídica até então vigente sem trazer, no entanto, uma revisão estrutural do instituto.

3.2. A segregação patrimonial para diferentes classes de cotas de fundo de investimento

A Lei da Liberdade Econômica previu, também, a possibilidade de constituição de classes distintas de cotas de fundo de investimento e a segregação patrimonial para cada classe de cotas. Ou seja, dentro da tipologia de patrimônios especiais acima apresentada, os fundos de investimento têm relevante participação, pois além do patrimônio autônomo que é atribuído ao próprio fundo de investimento, a legislação agora permite a segregação patrimonial dentro do contexto desse patrimônio autônomo.³¹

Nesse mesmo sentido, a Resolução CVM 175, ao regulamentar o disposto no Código Civil, estabelece o dever de constituição de um patrimônio segregado para cada classe de cota do fundo de investimento e deixa clara a finalidade própria do regime de segregação

²⁹ Art. 36, parágrafo 6, del TUF, conforme modificado pelo art. 32, parágrafo 1, lett. b del D.L. 31 maggio 2010, n. 78 (convertito in L. 30 luglio 2010, n. 122).

³⁰ Fundos de investimento encerram 2022 com avanço no patrimônio líquido e captação negativa. AMBIMA, 5 jan. 2023. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/fundos-de-investimento-encerram-2022-com-avanco-no-patrimonio-liquido-e-captacao-negativa.htm. Acesso em: 21 maio 2023.

³¹ A ideia de patrimônios compartimentalizados dentro da mesma estrutura de investimento é também presente no direito italiano e é disciplinado pela TUF que dispõe sobre a possibilidade em relação às SICAVs: “[I]o statuto della Sicav può prevedere: (...) c) l'esistenza di più comparti di investimento per ognuno dei quali può essere emessa una particolare categoria di azioni; in tal caso sono stabiliti i criteri di ripartizione delle spese generali tra i vari comparti” e em relação às SICAFs: “[I]o statuto della Sicaf può prevedere: (...) c) l'esistenza di più comparti di investimento per ognuno dei quali può essere emessa una particolare categoria di azioni; in tal caso sono stabiliti i criteri di ripartizione delle spese generali tra i vari comparti”.

patrimonial de responsabilidade por dívidas ao estabelecer, no §2º do artigo 5º da norma regulamentar, que cada “patrimônio segregado responde somente por obrigações referentes à respectiva classe de cotas”. Nesse particular, a regulamentação segue um caminho conceitual correto, pois disciplina tanto o campo de atividade do fundo de investimento como sujeito de direitos que movimenta um patrimônio autônomo, como, também, dá o devido tratamento ao patrimônio separado como universalidade de bens e direitos acessível aos investidores e credores daquela classe de cotas ao qual está vinculado.

A mesma clareza de enquadramento conceitual, no entanto, não se encontra na categoria das subclasses das cotas dos fundos de investimento, uma vez que a própria regulamentação afasta o fenômeno da separação patrimonial nesses casos. Tendo o zelo de não ir além da disciplina jurídica trazida pela própria lei, que permite a segregação de patrimônio somente para diferentes classes de cotas, a Resolução CVM 175 deixa claro, no §4º do artigo 5º, que é “vedada a afetação ou a vinculação, a qualquer título, de parcela do patrimônio de uma classe de cotas a qualquer subclasse”.

Embora seja possível a constituição de subclasses de cotas por critérios como (i) público-alvo; (ii) prazos e condições de aplicação, amortização e resgate; e (iii) taxas de administração, gestão, máxima de distribuição, ingresso e saída (rol taxativo previsto no §5º do artigo 5º da norma regulamentar) dentro de uma determinada classe de cotas, para cada uma dessas subclasses não é permitida a constituição de um patrimônio separado, devendo o patrimônio autônomo do fundo de investimento ou o patrimônio separado de uma determinada classe abarcar todas as subclasses específicas criadas a partir do patrimônio do fundo ou a partir do patrimônio separado de uma classe, conforme for o caso.

Mesmo não havendo separação patrimonial na esfera da subclasse de cotas de um fundo de investimento, a regulamentação aplicável pressupõe que, dentro do patrimônio no qual está inserida, seja dado um tratamento específico à subclasse em questão. Em uma de suas manifestações oficiais sobre a nova regulamentação, a CVM procura fazer uma distinção conceitual entre classes e subclasses, afirmando que “as classes são arranjos para organização dos ativos (carteiras de ativos ou estratégias de investimento) e as subclasses são arranjos para a organização dos passivos (cotistas)”.³²

³² BRASIL. *Ofício Circular CVM/SIN/SSE 01/23*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2023. Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-sse-0123.html>. Acesso em 22 de maio de 2023.

Considerando o disposto no próprio Código Civil, conforme alterado pela Lei da Liberdade Econômica, o texto normativo da Resolução CVM 175 (que deixa clara a vedação à vinculação patrimonial às subclasses) e o disposto no Ofício-Circular-Conjunto nº 1/2023/CVM/SIN/SSE não há a atração do regime jurídico do patrimônio especial para as subclasses de fundos de investimento. O próprio Relatório de Audiência Pública SDM nº 08/20 esclarece que “subclasses não são formal ou operacionalmente estruturas autônomas, não possuindo patrimônio e nem CNPJ próprios”.³³

Assim, o tratamento dispensado pela legislação e regulamentação em vigor requer que o administrador do fundo de investimento que emite subclasses de cotas mantenha o controle adequado para garantir a segregação operacional dos passivos relacionadas a cada subclasse de cotas, seja na parte de controles e registros internos, seja na segregação desses passivos nas demonstrações contábeis dos fundos de investimento. Nesse sentido, as posições jurídicas dos investidores detentores de subclasses de cotas de um fundo de investimento participam do mesmo patrimônio, de forma que, embora o regime de subclasses preveja um tratamento regulatório e operacional próprios, esse não alcança os efeitos próprios de uma separação patrimonial nos termos indicados na seção anterior.

Quando se considera as razões para criação de uma subclasse de cota de fundo de investimento, entende-se a necessidade de criar um mecanismo de controle operacional das diferentes subclasses. Com efeito, ao permitir a criação de subclasses com base (i) no público-alvo; (ii) nos prazos e condições de aplicação, amortização e resgate; e (iii) nas taxas de administração, gestão, máxima de distribuição, ingresso e saída, é intuitivo concluir que haverá, nas diferentes subclasses, diferentes perfis de investimento que, no entanto, compartilharão, segundo as condições previstas nas regras das subclasses, em maior ou menor grau das decisões relacionadas às estratégias de investimento que serão implementadas com o uso da carteira de ativos que compõe aquela classe de cotas específica.

Portanto, os fundos de investimento apresentam duas hipóteses de patrimônio especial: autônomo e segregado, sendo que, no que toca às subclasses, há uma diferenciação operacional de um conjunto de posições jurídicas específico que compõe o patrimônio geral ou especial.

³³ BRASIL. *Relatório de Audiência Pública SDM nº 08/20*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2022. Disponível em https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html. Acesso em 22 de maio de 2023.

4. Conclusão

Os fundos de investimento são agentes econômicos extremamente relevantes não só para os mercados financeiro e de capitais, mas para toda a dinâmica da economia moderna, no Brasil e alhures. Partindo da premissa de sua relevância, os fundos de investimento exigem um sistema legal e regulatório sofisticado e que atenda às expectativas dos diferentes atores que estão envolvidos nessa indústria (investidores, gestores, administradores etc.), com a segurança jurídica que os negócios jurídicos no mercado exigem.

Embora passível de críticas, a definição legal da natureza dos fundos de investimento tem o mérito de trazer clareza a um tópico que, na falta de tratamento legal peremptório, ainda suscitava debates relevantes, uma vez que a mudança dessa caracterização poderia atrair um regime jurídico completamente indesejado pelas partes envolvidas, como, por exemplo, a responsabilidade ilimitada e solidária dos sócios de uma sociedade em comum.³⁴

O deslinde da arenga doutrinária no campo da natureza jurídica dos fundos de investimento, promovido em sede legal e reproduzido na Resolução CVM 175, possibilita um tratamento mais direto e seguro de seu regime jurídico patrimonial, permitindo-se a visualização da categoria de patrimônio especial na qual se enquadram. A categoria do patrimônio autônomo, como visto, é a que está em um nível de maior complexidade e sofisticação, pois pressupõe a criação de um sujeito de direitos autônomo que, não sendo uma pessoa, é titular de um patrimônio.

Com efeito, muito mais do que uma destinação específica ou uma segregação para fins de responsabilização por dívidas, os fundos de investimento exigem uma estrutura jurídica que lhes permitam uma movimentação patrimonial mais ativa, considerando as complexas decisões de investimento que devem tomar todos os dias, bem como a adoção de todos os mecanismos de governança e estruturação presentes na Resolução CVM 175. Somente um sujeito de direitos, dentro dos seus mecanismos de representação e nos limites da regulamentação, poderia atender as necessidades imediatas dessa indústria, sem a necessidade da personalização desse sujeito de direitos, o que atrairia discussões de ordem ético-jurídicas e de regimes jurídicos que extrapolam a esfera patrimonial.

³⁴ “Art. 990. Todos os sócios respondem solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais, excluído do benefício de ordem, previsto no art. 1.024, aquele que contratou pela sociedade.” (Código Civil).

Nas construções das estruturas dos fundos de investimento e eventuais criações de classes e subclasses de cotas, bem como nas controvérsias envolvendo esses agentes econômicos é fundamental que o profissional do Direito parta das premissas conceituais corretas, conforme disposto no sistema jurídico vigente.

Bibliografia

BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do estabelecimento comercial – Fundo de Comércio ou fazenda mercantil*. In: Problemas de direito mercantil. São Paulo: Max Limonad, 1969.

FRANÇA, Erasmo Valladão de Azevedo e Novaes. *A natureza jurídica dos fundos de investimento. Conflito de interesses apurado pela própria assembleia de quotistas. Quórum qualificado para destituição de administrador de fundo*. In: *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009.

FRANÇA, Erasmo Valladão de Azevedo e Novaes. *A sociedade em comum*. São Paulo: Malheiros, 2013.

MARCONDES, Sylvio. *Do objeto de direito – Patrimônio*. In: *Problemas de direito mercantil*. São Paulo: Max Limonad, 1970.

MELLO, Marcos Bernardes de. *Teoria do Fato Jurídico – Plano da Eficácia*. 11ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2019.

MESSINEO, Francesco, *Manuale di diritto civile e commerciale*. 9. ed. Milano: Giuffrè, 1957, v. 1.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. T. 1, 4ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983.

SCHIAVELLO, Enzo. La natura giuridica dei fondi comuni di investimento in una recente sentenza della Cassazione. *Strumenti Finanziari e Fiscalità*, [s. l.], 2011.

SIMÕES, Marcel Edvar. *O patrimônio no direito civil e no direito empresarial – patrimônios destinados, patrimônios separados e patrimônios autônomos*. São Paulo: Editora Foco, 2023.

TOMASETTI JÚNIOR, Alcides. *Jurisprudência comentada: Perecimento do direito de domínio e improcedência da ação reivindicatória. Favela consolidada sobre terreno urbano loteado. Função social da propriedade. Prevalência da Constituição Federal sobre o Direito Comum*. In: *RT 723*, 1996.

VARELA, João de Matos Antunes. *Das obrigações em geral*. Vol. I, 10ª Ed. Coimbra: Almedina, 2000.

VIO, Daniel de Avila. *Fundos de Investimento*. In: CUNHA FILHO, Alexandre J. Carneiro, PICCELLI, Roberto Ricomini; e MACIEL, Renata Mota. *Lei da Liberdade Econômica Anotada*. Vol. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2020.