

ANDRADE, Rafael. Legalidade e Efeitos do Registro na CVM de Fundos De Investimento Não Destinados à Distribuição Pública. In: BORBA, Gustavo; BORBA, Rodrigo; ALMEIDA, José Gabriel (Orgs.). *Comissão de Valores Mobiliários - Precedentes Comentados*. Rio de Janeiro: Forense, 2021, pp. 553-568.

LEGALIDADE E EFEITOS DO REGISTRO NA CVM DE FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO DESTINADOS À DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA¹

Rafael Andrade²

Processo Administrativo	CVM 19957.0036889/2017-18
Principais Temas Abordados	<ul style="list-style-type: none">✓ Existência na legislação de um registro de emissor autônomo para os fundos de investimento; e✓ Efeitos do registro na CVM de fundos de investimento cujas cotas não são destinadas à distribuição pública.

1. Circunstâncias Fáticas.

Por meio do Processo CVM nº 19957.0036889/2017-18 (“Decisão de 2018”),³ decidido em 30.10.2018, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) reafirmou sua jurisprudência sobre temas de extrema relevância para a indústria brasileira de fundos de

¹ Precedentes: PA CVM nº RJ2005/2345, Relator Presidente Marcelo Fernandez Trindade, j. 21/2/2006. PAS CVM nº 07/2012, Relator Diretor Gustavo Tavares Borba, j. 7/3/2017. PAS CVM nº RJ2015/12087, Relator Diretor Pablo Waldemar Renteria, j. 24/7/2018. PAS CVM nº 06/2012, Relator Diretor Gustavo Tavares Borba, j. 20/8/2018. PAS CVM nº 02/2013, Relator Diretor Gustavo Machado Gonzalez, j. 22/1/2019. PAS CVM nº 2016/295, Relator Diretor Gustavo Machado Gonzalez, j. 7/5/2019. PAS CVM nº 21/2010, Relator Diretor Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. 15/10/2019.

² Rafael Andrade é advogado sênior no L. Dias Advogados. Mestrando em Direito dos Negócios e Desenvolvimento Econômico e Social pela Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV Direito SP). Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC-RIO (2017). Foi assessor do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2016-2017) e assistente técnico na Superintendência de Relações com Empresas – SEP da CVM (2011-2016). Vencedor do XV Prêmio ANBIMA de Mercado de Capitais (2019).

³ PA CVM nº SEI 19957.0036889/2017-18, Relator Diretor Pablo Waldemar Renteria, j. 30/10/2018.

investimento, em especial, sobre os efeitos gerados pelo registro na autarquia de fundos de investimento cujas cotas não se destinem à distribuição pública.

Essa decisão surgiu como resposta do Colegiado a uma consulta formulada pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”), área técnica da CVM responsável pela análise dos pedidos de registro de ofertas públicas, que buscava a revisão de entendimento anteriormente firmado acerca do assunto no âmbito do Processo CVM nº RJ2005/2345 (“Decisão de 2006”), apreciado em 21.2.2006.

Diante da conexão entre os precedentes, bem como por ser imprescindível à completa compreensão do caso conhecer os eventos ocorridos entre tais julgamentos, abaixo são sucintamente descritos os fatos relacionados às Decisões de 2006 e de 2018.

i) A evolução do conceito de valor mobiliário do direito brasileiro

Até o advento da Medida Provisória nº 1.637, de 1998, reeditada sucessivas vezes até ser convertida na Lei nº 10.198, de 2001, a legislação brasileira seguia o chamado sistema europeu para a definição de valor mobiliário, com um rol taxativo – especialmente no art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976 (“Lei do Mercado de Valores Mobiliários”) – dos ativos que se enquadravam nesse conceito e cujos emissores, assim, estavam sob a jurisdição da CVM.

Por isso, historicamente, os fundos eram distintamente regulados a depender de sua política de investimentos: se voltado à aplicação de seus recursos em valores mobiliários, entendia-se que o fundo estava sob a jurisdição da CVM; do contrário, ele deveria seguir as normas emitidas pelo Banco Central do Brasil (“BACEN”).⁴ Isso porque as cotas de fundos que aplicavam seus recursos em valores mobiliários eram também consideradas como tal e, portanto, sua emissão estava submetida à competência da CVM.

⁴ Essa divisão funcional ocorreu especialmente em razão da Resolução CVM nº 1.797, de 1991, que autorizou a constituição e o funcionamento tanto de fundos de aplicação financeira, com objetivo principal de aplicação de recursos em carteira diversificada de títulos de renda fixa, nos termos da regulamentação do BACEN; quanto dos fundos mútuos de ações, que deveriam seguir a regulamentação a ser expedida pela CVM – a Instrução CVM nº 148, de 1991, foi o primeiro ato normativo emitido pela autarquia nesse sentido.

Por outro lado, com inspiração no sistema americano, aquela Medida Provisória introduziu no arcabouço legal brasileiro o conceito instrumental de título ou contrato de investimento coletivo (“CIC”), entendido como um valor mobiliário quando ofertado publicamente. A partir desse momento, qualquer ativo que se subsumisse ao genérico conceito de CIC, se distribuído ao público, seria considerado um valor mobiliário, atraindo seu emissor para a esfera regulatória da CVM.

O movimento de ampliação do conceito de valor mobiliário no direito brasileiro naturalmente suscitou diversos questionamentos sobre o seu alcance. Especificamente em relação aos fundos de investimento, pairavam dúvidas se as cotas de quaisquer fundos ofertados publicamente se enquadrariam ao novo conceito de valor mobiliário previsto na legislação, indagação que, se respondida afirmativamente, atrairia para dentro da esfera de competência da CVM a regulação sobre tais veículos.⁵

A questão foi pacificada pela Lei nº 10.303, de 2001, que alterou a lista de valores mobiliários antes contida no art. 2º da Lei do Mercado de Valores Mobiliários, a ela acrescentando, dentre outros: (i) as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários; e (ii) os CIC, quando ofertados publicamente. Ademais, foi também incluído um §2º ao art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976, estabelecendo que “os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas”.

Diante desse novo quadro normativo, a CVM e o BACEN divulgaram a Decisão-Conjunta nº 10, em 2002, firmando o entendimento de que, a partir da reforma legislativa do ano anterior, os fundos antes regulados pelo Banco Central deveriam passar aos cuidados da CVM.⁶

Para permitir uma adequada transição dos fundos entre os reguladores, além da celebração de um convênio entre as instituições para a transferência de dados e

⁵ Nesse sentido, v. 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, jan./mar./2001, pp. 80-101.

⁶ Nesse mesmo sentido, por meio da Deliberação CVM nº 461, de 2003, a consignou que “a partir desta nova definição de valor mobiliário [trazida pela Lei no 10.303, de 2001], a CVM passou a regular e fiscalizar os fundos de investimento financeiro, os fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento e os fundos de investimento no exterior que eram regulados pelo Banco Central do Brasil;”

informações, definiu-se que as normas até então editadas pelo BACEN valeriam até que fosse emitida uma norma também aplicável aos novos fundos que foram transferidos para a competência da CVM – o que veio a ocorrer em 2004, quando foi editada a Instrução CVM nº 409, hoje substituída pela Instrução CVM nº 555, de 2014.

ii) *A Decisão de 2006 e suas consequências*

No momento em que a Decisão de 2006 foi tomada, conviviam com a recém-criada Instrução CVM nº 409, de 2004, diversos atos normativos editados antes dessa regra geral, os quais regulavam outros tipos de veículos coletivos, como os fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC e os fundos de investimento em participações – FIP, regidos pelas Instruções CVM nº 356, de 2001, e 391, de 2003. E todas essas normas possuíam referências à distribuição das cotas das distintas modalidades de fundos de investimento que regiam, matéria também objeto da Instrução CVM nº 400, de 2003, que trata da distribuição pública de valores mobiliários em geral.

Foi diante desse confuso cenário que a SRE formulou, em 2005, uma consulta com o objetivo de obter respostas a perguntas que constantemente se colocavam à sua frente. Para fins deste artigo, são relevantes dois questionamentos feitos pela SRE ao Colegiado da CVM. O primeiro trata da possibilidade de colocação privada de cotas de fundos fechados, enquanto o segundo diz respeito à necessidade de registro na autarquia de fundos cujas cotas não sejam destinadas à distribuição pública.

Para responder a tais indagações, o Relator da Decisão de 2006, cujo voto foi seguido por unanimidade pelo Colegiado, realizou uma análise da evolução histórica dos normativos expedidos pela CVM desde que a autarquia começou a regular os fundos de investimento, tendo verificado que a regulamentação da CVM evoluiu no sentido de exigir que os fundos obtivessem dois tipos de registros: o *registro de funcionamento* do fundo e o *registro de distribuição pública* de suas cotas.

Ocorre que, no entendimento do Relator, muito embora esse sistema em alguma medida visasse emular o sistema de duplo registro previsto na Lei do Mercado de Valores Mobiliários para as companhias abertas – cujo art. 21 prevê a existência do *registro de emissor* para as companhias, ao passo que seu art. 19 estabelece que toda oferta pública

de valores mobiliários depende do prévio *registro da distribuição pública* na CVM –, tal diploma legal não teria criado regime semelhante para os fundos. Assim, no caso desses veículos, a Lei somente exigiria o *registro de distribuição pública* das cotas, com base na previsão genericamente contida em seu art. 19.

Por isso, o chamado *registro de funcionamento* dos fundos não seria equivalente ao *registro de emissor* instituído para as companhias; ele seria, na verdade, uma criação regulamentar feita com o objetivo de assegurar que esses veículos, estruturados legalmente como condomínios civis, deixassem de seguir as regras aplicáveis a esse instituto, passando a poder se valer do regime jurídico desenhado pela regulamentação da CVM. Em outras palavras, o *registro de funcionamento* do fundo seria um mero ato preparatório para a obtenção do *registro de distribuição pública* de suas cotas.

A Decisão de 2006, com base nesse raciocínio, concluiu que a competência da CVM em relação aos fundos estava adstrita à ideia de distribuição pública de suas cotas.⁷ Por isso, deveria se presumir que todo fundo para o qual se pleiteava registro na CVM visava distribuir publicamente suas cotas, pois que, se assim não fosse, a autarquia sequer poderia regular esse veículo, que estaria fora de sua esfera regulatória.

Diante dessas conclusões, bem como pelo fato de os fundos serem condomínios que podem ser constituídos por todos os meios permitidos em lei, o Colegiado entendeu que não existiria vedação legal ou regulamentar à colocação privada de cotas de fundos de investimento. Assim, por não haver a previsão de um *registro de emissor* para os fundos de investimento, e como a competência da CVM somente seria atraída pela distribuição pública das cotas, não seria necessário o registro na autarquia de fundos cujas cotas fossem destinadas exclusivamente à colocação privada.

Na realidade, defendeu-se que sequer seria legalmente possível à autarquia conceder registro a qualquer fundo sob a premissa de que suas as cotas seriam exclusivamente destinadas à colocação privada, pois, nesse caso, tais fundos seriam condomínios comuns,

⁷ A exceção seriam os Fundos de Investimento Imobiliário – FII, criados pela Lei nº 8.668/93, a qual determinou expressamente, em seu art. 4º, que compete à CVM “autorizar, disciplinar e fiscalizar a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário, observadas as disposições desta lei e as normas aplicáveis aos Fundos de Investimento”. Por essa característica, os FII são excepcionados da maior parte das afirmativas feitas por meio da Decisão de 2006.

não regulados pela CVM. Para o Colegiado, “somente a edição de uma lei que atribuísse competência à CVM para criar um registro de fundos, independentemente de sua distribuição pública, daria poderes à autarquia para tanto.”

Enfim, concluiu-se que a análise do pedido de registro de qualquer fundo de investimento deveria ser levada a cabo pela autarquia à luz da presunção de que posteriormente o veículo teria suas cotas distribuídas publicamente, em oferta registrada ou dispensada de registro nos termos da regulamentação. De todo modo, segundo os termos da Decisão de 2006, nada impediria que, “em busca da segurança jurídica decorrente da existência de regulamentação, ou por qualquer outra razão lícita”, fosse obtido pelos administradores “o registro de fundos junto à CVM, sujeitando-se a todos os ônus inerentes, e não venham a realizar efetivo esforço de colocação pública”.

iii) A Instrução CVM nº 476/09 e os efeitos de suas modificações

Em decorrência da Decisão de 2006, a SRE passou a aplicar o entendimento de que não seria possível conceder o registro de funcionamento aos fundos que não visassem à posterior distribuição pública de suas cotas. A concessão do *registro de funcionamento* de fundos fechados, para os quais é necessário o prévio *registro da distribuição* de suas cotas na CVM, foi condicionada à efetiva obtenção ou dispensa desse último registro.

Na esteira desse entendimento, foram levados ao Colegiado pedidos de dispensa do registro de oferta de cotas de fundos que se destinavam à subscrição por um único investidor ou por um grupo de investidores predeterminados. Na maior parte dos casos, a dispensa era concedida pelo Colegiado, e o fundo obtinha o seu registro de funcionamento na CVM. Tanto que, a certa altura, a SRE foi inclusive autorizada a dispensar o registro de distribuição de fundos que satisfizessem certas características.⁸

Seguindo essa mesma linha, com o objetivo de reduzir os custos das ofertas públicas cujo esforço de colocação atingia pequeno número de investidores, bem como para reduzir as incertezas geradas em razão da amplitude e generalidade do conceito de oferta pública

⁸ PA CVM nº RJ2006/8141, Relator SRE, j. 28/11/2006.

estabelecido pela legislação,⁹ foi expedida em 2009 a Instrução CVM nº 476, que automaticamente dispensava de registro as ofertas de determinados valores mobiliários elegíveis – como as cotas de fundos de investimento fechados – que fossem distribuídas com esforços restritos, conforme requisitos discriminados na referida norma.

Dentre esses requisitos se destaca o de que a oferta com esforços restritos somente poderia ser dirigida aos “investidores qualificados”, nos termos da versão original de seu art. 15. Nessa época, eram considerados investidores qualificados, dentre outros, as pessoas físicas ou jurídicas que possuíssem investimentos financeiros em montante superior a R\$ 300 mil.¹⁰ Além disso, no processo de distribuição, era permitida a procura de até 50 investidores, sendo que os valores mobiliários ofertados somente poderiam ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, 20 investidores.

A partir da edição da Instrução CVM nº 476, de 2009, grande parte das distribuições de cotas de fundos para os quais antes se pleiteava dispensa de registro passou a ser feita sob a égide desse diploma regulamentar. Isso porque a emissão por meio dessa norma, além de acarretar a redução de custos, em geral também pode ser estruturada e lançada de forma mais célere, possibilitando o aproveitamento de janelas de oportunidade por emissores e ofertantes. Ao mesmo tempo, igualmente a área técnica deixou de ter de lidar com parcela significativa dos pedidos de dispensa de registro de oferta de cotas de fundos de investimento que até então lhe eram dirigidos por consequência da Decisão de 2006.

Ocorre, porém, que a Instrução CVM nº 476, de 2009, sofreu importante modificação em 2014, quando seu público-alvo passou a ser os chamados “investidores profissionais”, sendo assim considerados, dentre outras, as pessoas físicas e jurídicas com investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10 milhões.¹¹ Essa alteração é o principal evento que, anos mais tarde, originou a consulta que levou à Decisão de 2018.

iv) Pedido de revisão da Decisão de 2006

⁹ Conforme Edital da Audiência Pública SDM nº 5/2008, de 10/10/2008.

¹⁰ Nos termos do art. 109 da Instrução CVM nº 409, de 2004.

¹¹ Conforme modificações efetuadas pela Instrução CVM nº 554, de 2014.

Em razão da alteração do quadro normativo relativo às ofertas públicas com esforços restritos, novamente a SRE, por conta da Decisão de 2006, voltou a ser demandada a conceder ou dispensar o registro de ofertas de distribuição de cotas de fundos que, embora dirigidas a pessoas predeterminadas, passaram a não mais se enquadrar nas condições necessárias para a obtenção da dispensa automática de registro viabilizada pela Instrução CVM nº 476, de 2009.¹²

Esse cenário levou a área técnica, mais de 10 anos após a Decisão de 2006, a solicitar ao Colegiado uma nova apreciação do tema, especialmente considerando os efeitos que esse precedente, e a alteração do público-alvo das ofertas com esforços restritos, passaram a ter sobre o volume de trabalho da SRE.¹³

Desse modo, a área técnica sugeriu ao Colegiado o afastamento da incidência da Instrução CVM nº 400, de 2003, e da Instrução CVM nº 476, de 2009, às ofertas de cotas de fundos fechados em que não estivessem presentes as características de ofertas públicas, ainda que fosse a primeira emissão de cotas do fundo. Alternativamente, a SRE solicitou orientação sobre o modo de tratamento a ser dado às ofertas de fundos que não fossem mais alcançadas pela Instrução CVM nº 476, de 2009.¹⁴

2. Principal(is) Questão(ões) Analisada(s) pela CVM

A legislação prevê um registro de emissor autônomo para os fundos de investimento?

Quais são os efeitos do registro na CVM de fundos de investimento cujas cotas não são destinadas à distribuição pública?

¹² Ressalta-se que as ofertas públicas de valores mobiliários em lote único e indivisível também estão automaticamente dispensadas de registro, nos termos do art. 5º, II, da Instrução CVM nº 400, de 2003. Portanto, as situações tratadas na Decisão de 2018 e, logo, também neste artigo, são aquelas que não se enquadram nas hipóteses de concessão automática de dispensa de registro da oferta previstas tanto na Instrução CVM nº 476, de 2009, quanto na Instrução CVM nº 400, de 2003.

¹³ Para ilustrar seu pedido, a área técnica mencionou processo de pedido de registro de oferta pública de cotas de um FIP que, em meio ao envio de inúmeros ofícios de exigências por parte da SRE e até mesmo após o indeferimento inicial do pleito, levou mais de 3 meses para ser finalmente concedido, muito embora a distribuição fosse destinada a apenas 5 investidores pertencentes a um mesmo grupo familiar.

¹⁴ A SRE requisitou ainda a emissão de orientação quanto ao tratamento a ser dado pela área técnica ao pedido de registro de ofertas públicas de outros tipos de valores mobiliários que, na verdade, não se destinavam à colocação pública, mas, sim, a investidores certos e determinados. No entanto, tendo em vista o escopo deste artigo, não será abordada a resposta dada pelo Colegiado a essa pergunta.

3. Decisão da CVM

Ao retomar o entendimento firmado por meio da Decisão de 2006, segundo o qual toda distribuição de cotas de fundos registrados na CVM deveria ser considerada pública, o Relator da Decisão de 2018, cujo voto foi seguido por unanimidade pelo Colegiado, identificou que o cerne dessa conclusão não estaria na ilegalidade da distribuição privada de cotas de fundos de investimento. Ao reverso, a conclusão se assentaria na premissa de que, ao contrário do que ocorre com relação às companhias, não haveria um *registro de emissor* instituído em lei para os fundos de investimento.

No entanto, entendeu-se que essa premissa não seria procedente, ao menos não para todos os tipos de fundos de investimento. Isso porque, ao contrário do sustentado anteriormente pelo Colegiado, a Decisão de 2018 concluiu que a CVM efetivamente possui competência para conceder o *registro de emissor* de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976, para os fundos de investimento que investem em valores mobiliários, cujas cotas são consideradas valores mobiliários por força do art. 2º, V, dessa Lei.

Essa mudança de entendimento foi fundamentada no disposto no art. 2º, §2º, da Lei nº 6.385, de 1976, introduzido nesse diploma quando de sua reforma em 2001, segundo o qual os emissores dos valores mobiliários referidos naquele dispositivo estão sujeitos à disciplina prevista na Lei para as companhias abertas. Com base nessa regra, sustentou o Relator que o *registro de emissor*, “antes limitado às companhias abertas, passou a alcançar todos os demais emissores de valores mobiliários, entre os quais se incluem os fundos de investimentos que investem em valores mobiliários”.

Nas palavras do Relator, a nova interpretação da CVM sobre o tema em questão teria ao menos duas vantagens em comparação ao precedente firmado na Decisão de 2006. Primeiro, ela concretizaria a intenção do legislador de 2001, que visou, com o art. 2º, §2º, da Lei nº 6.385, de 1976, prover a CVM com os instrumentos necessários para o cumprimento de novo mandato legal, ampliando suas competências, outrora restritas às companhias abertas, aos novos emissores de valores mobiliários que passaram a estar sob sua tutela. A segunda vantagem desse novo entendimento seria a de tornar o regime jurídico aplicável aos fundos de investimento mais alinhado ao sistema de duplo registro que estrutura o modelo regulatório do mercado de capitais brasileiro.

Desse modo, ao contrário do que havia sido decidido anteriormente, o Colegiado, por meio da Decisão de 2018, concluiu ser legalmente possível a concessão do *registro de emissor* aos fundos de investimento em valores mobiliários. E, a partir desse registro, “tais fundos restariam debaixo da regulação da CVM, visto que a admissão de suas cotas à negociação nos mercados regulamentados de valores mobiliários legitima a atuação da autarquia.”

No entanto, reconheceu a Decisão de 2018 que, provavelmente em decorrência da Decisão de 2006, a regulamentação da autarquia não prevê a existência de um *registro de emissor* para os fundos. Mas, segundo a CVM, o *registro de funcionamento*, disciplinado em distintas normas da autarquia, poderia ser plenamente utilizado para esse fim. Assim, uma vez concedido o *registro de funcionamento*, ele atenderia a ambas as finalidades. Contudo, de acordo com a Decisão de 2018, esse raciocínio não poderia ser aproveitado a outros dois grupos de fundos: (i) os fundos que não investem em valores mobiliários (como os FIDC); e (ii) os fundos de investimento imobiliários - FII.

Primeiro, porque os fundos desse primeiro grupo somente seriam considerados emissores de valores mobiliários com a oferta pública de suas cotas, nos termos do art. 2º, IX, da Lei do Mercado de Valores Mobiliários. Assim, não havendo oferta pública, “não se pode admitir nem conceber que a CVM lhes conceda o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385/1976 ou qualquer outro registro, haja vista os limites legais das competências regulatórias desta autarquia, (...)”, nos termos da Decisão de 2018.

Tendo em vista as consequências dessa distinção, seria preciso definir claramente os fundos que aplicam seus recursos em valores mobiliários daqueles que não o fazem, definição de particular importância para os fundos que investem em ativos de diferentes naturezas. A principal forma de se realizar essa diferenciação seria por meio da política de investimento do fundo: estando ele apto a investir, em alguma medida, em valores mobiliários – como, por exemplo, derivativos -, seria então possível considerá-lo como elegível para a obtenção do *registro de emissor* na CVM.

Em segundo lugar, o raciocínio não seria aplicável aos FII porque, embora suas cotas sejam consideradas valores mobiliários pela legislação de regência, esta também define

esse veículo como uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição disciplinado pela Lei nº 6.385, de 1976.¹⁵ Desse modo, por força do texto legal, a primeira distribuição de cotas dos FII deve necessariamente ser pública, muito embora as distribuições subsequentes não estejam condicionadas a esse requisito.

4. Análise crítica

i) *Existência de registro de emissor para os fundos de investimento*

A questão jurídica tratada nas Decisões de 2006 e de 2018 pode ser resumida na seguinte pergunta: a Lei do Mercado de Valores Mobiliários instituiu um *registro de emissor* para os fundos de investimento dissociado do *registro de distribuição* de suas cotas?

Embora aparentemente singela, a resposta a tal indagação acarreta relevantes consequências jurídicas e econômicas. De um lado, entendendo-se que a Lei do Mercado de Valores Mobiliários não instituiu para os fundos um *registro de emissor* autônomo – tal como o existente para as companhias abertas –, a competência da CVM quanto a esses veículos coletivos de investimento seria justificada apenas pela distribuição pública de suas cotas.

Nesse caso, para se registrarem na CVM, os fundos deveriam obter, ao mesmo tempo, quando assim exigido pela regulamentação, o *registro de distribuição pública* de suas cotas, ainda que o efetivo esforço de colocação não fosse ser realizado. A alternativa seria conseguir a dispensa de registro da oferta, mas o problema, como visto, é que as hipóteses para tanto foram sendo limitadas ao longo do tempo.

De outro lado, concluindo-se que a Lei do Mercado de Valores Mobiliários de fato instituiu um *registro de emissor* próprio para os fundos de investimento, a concessão de tal registro para esses veículos se tornaria independente de discussões quanto à posterior forma de distribuição de suas cotas, se pública ou privada.

¹⁵ Nos termos dos arts. 1º e 3º da Lei nº 8.668, de 1993.

Como relatado anteriormente, a engenhosa solução encontrada pela Decisão de 2018 para abraçar essa segunda interpretação – e assim rever o entendimento firmado pela Decisão de 2006, que havia concluído pela primeira hipótese –, foi utilizar o disposto no art. 2º, §2º, da Lei do Mercado de Valores Mobiliários, buscando nesse dispositivo o amparo jurídico para entender que a CVM, a despeito da inexistência de previsão legal expressa, também está autorizada a implementar um *registro de emissor* para os fundos, ao qual o *registro de funcionamento* deveria ser equiparado para os fins legais.

A respeito, realmente parece correto dizer, como defendido pela Decisão de 2018, que o legislador buscou prover a autarquia com todos os meios necessários para lidar com a nova e crescente gama de emissores de valores mobiliários que passaram a estar sob a jurisdição da CVM, especialmente em razão da Lei nº 10.303, de 2001.¹⁶ Esse processo de adequação dos poderes da autarquia à ampliação de sua jurisdição, no entanto, não foi feito pela inserção da reiterada referência no texto legal a esses novos emissores. Talvez até mesmo para evitar a necessidade de maior quantidade de modificações na Lei do Mercado de Valores Mobiliários, essa acomodação foi realizada por meio da inclusão do §2º no art. 2º da Lei, ampliando para tais emissores, e inclusive a seus controladores e administradores, o conjunto de instrumentos legais já conferidos à CVM em relação às companhias abertas.

De fato, muito embora os limites desse caminhar encontrado pelo legislador precisem ser analisados com cautela,¹⁷ parece ser inquestionável a intenção do art. 2º, §2º, de alargar o alcance dos poderes da CVM para abranger os emissores dos valores mobiliários que foram então introduzidos na legislação. Sendo assim, a conclusão alcançada pela Decisão de 2018, no sentido de que o *registro de emissor* previsto no art. 21 da Lei do Mercado de Valores Mobiliários também é extensível para os fundos de

¹⁶ No mesmo sentido, afirmam Gabriela Codorniz, Laura Patella e Marina Copola, também citadas na Decisão de 2018: “O §2º do art. 2º da Lei nº 6.386/76 foi incluído pela Lei nº 10.303/01. As modificações apresentadas durante o processo legislativo esclarecem que tal reforma, dentre outros objetivos, pretendeu conferir mais poderes e prerrogativas à CVM por conta da ampliação do rol de valores mobiliários estabelecido no *caput*” (CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 83). E complementam as ilustres autoras: “A inclusão do §2º promoveu considerável extensão no campo de aplicação dos dispositivos da Lei, ampliando a competência normativa, fiscalizatória e sancionatória da CVM para todos os emissores de valores mobiliários, seus controladores e administradores” (*Ibidem*, p. 83).

¹⁷ Notadamente em razão da extensão feita aos administradores e controladores dos emissores de valores mobiliários. *Ibidem*, p. 87.

investimento, alinha-se perfeitamente com o objetivo que fundamentou a inserção do referido parágrafo na lei.

Para além de sua adequação sob o ponto de vista jurídico, a Decisão de 2018 também implica incontestáveis benefícios econômicos de ordem prática. Isso porque, a partir dessa decisão, deixa-se de ser preciso, para o registro do fundo, obrigatoriamente se pleitear o respectivo *registro de distribuição* de suas cotas. Com isso, os participantes de mercado deixam de ter de arcar com todos os custos decorrentes desse segundo procedimento, e a área técnica da CVM é desonerada de sua análise. Assim, as positivas consequências práticas geradas pela interpretação alcançada na Decisão de 2018 reforçam o seu acerto jurídico.

Mas a Decisão de 2018 também traz consigo alguns problemas. De acordo com a leitura feita nesse precedente, a competência da CVM para estabelecer um *registro de emissor* para os fundos estaria restrito àqueles que aplicam seus recursos em valores mobiliários, nos termos do art. 2º, V, da Lei nº 6.385, de 1976; para os demais, que em razão do inciso IX de tal dispositivo apenas seriam considerados emissores de valores mobiliários se suas cotas fossem distribuídas publicamente, continuaria válida a orientação da Decisão de 2006.¹⁸

Para mitigar essa limitação, a Decisão de 2018 propôs a seguinte solução: qualquer fundo que, nos termos de sua política de investimento, possa em alguma medida investir em valores mobiliários deve ser entendido como um “fundo de investimento em valores mobiliários” e, portanto, elegível para adquirir o *registro de emissor* perante a autarquia, independentemente da distribuição pública de suas cotas.

Ocorre que essa saída, mesmo sendo uma louvável tentativa de suprir uma lacuna identificada na legislação, insere um novo requisito a ser averiguado pela CVM durante a análise da concessão do registro do fundo e, a depender do que se entenda ser o diferencial que caracteriza os primeiros fundos dos demais, a efetividade da Decisão de

¹⁸ Registre-se novamente que, em razão de suas especificidades e do escopo deste artigo, as questões relativas aos FII não serão aqui abordadas, motivo pelo qual foi suprimida a referência a essa modalidade de fundos de investimento neste ponto do texto.

2018 poderia restar seriamente comprometida.¹⁹ A solução engendrada na Decisão de 2018 também introduz um componente que não encontra abrigo na regulamentação, que não possui qualquer diferenciação, no procedimento de análise dos pedidos de registro de fundos na CVM, entre os “fundos de investimento em valores mobiliários” e os demais.

Por esses motivos, um caminho mais adequado é reconhecer que, na verdade, todas as modalidades de fundos de investimento regulamentadas pela CVM estão potencialmente aptas a investir em valores mobiliários e, por isso, tais veículos devem ser considerados como emissores de valores mobiliários pelo disposto no inciso V do art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976. Essa forma de enxergar a questão, além de mais alinhada à regulamentação vigente,²⁰ também resolve definitivamente a questão, evitando a situação de artificialidade potencialmente causada pela solução engendrada pela Decisão de 2018.²¹

A reforçar esse novo prisma, vale lembrar que, após a tomada da Decisão de 2018, foi editada a Lei nº 13.874, de 2019 (“Lei da Liberdade Econômica”). Esse diploma, ao introduzir quatro artigos no Código Civil referentes aos fundos de investimento, confirmou a ampla competência da CVM em regulamentar esses veículos,²² sem qualquer distinção em relação à sua política de investimento. A distinção suscitada na Decisão de 2018, portanto, não parece mais subsistir após a edição da Lei da Liberdade Econômica.²³

ii) *Efeitos do registro de fundos não destinados à distribuição pública*

¹⁹ Nada impediria, por exemplo, que fossem definidos critérios quantitativos mínimos para o enquadramento de um fundo em uma ou outra categoria.

²⁰ A respeito, é curioso notar que o preâmbulo da Instrução CVM nº 555, de 2014, não faz referência ao inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976, mas tão somente ao inciso V desse comando legal.

²¹ Na prática, a consequência que se vislumbra pela solução proposta pela Decisão de 2018 é que, com o único intuito de obter o desconto regulatório mencionado nesse precedente, a política de investimento dos fundos fechados passariam a conter a previsão da possibilidade de investimento em valores mobiliários, em todos os veículos em que isso se fizesse permitido pelas normas da CVM.

²² Conforme art. 1.368-C, *caput* e §1º, art. 1.368-D, *caput*, e art. 1.368-F, todos do Código Civil.

²³ Outra alternativa, um pouco mais controversa, à solução proposta pela Decisão de 2018, seria entender que, após sua reforma pela Lei de Liberdade Econômica, o Código Civil criou um *registro de emissor* para os fundos de investimento independente daquele mencionado no art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976, com base na leitura conjunta do §3º do art. 1.368-C (“O registro dos regulamentos dos fundos de investimentos na Comissão de Valores Mobiliários é condição suficiente para garantir a sua publicidade e a oponibilidade de efeitos em relação a terceiros”) com o §2º desse artigo (“Competirá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no *caput* deste artigo”).

Outra relevante implicação da Decisão de 2018, e talvez a mais importante delas, é a confirmação da ideia de que todos os fundos de investimento registrados na CVM – independentemente de suas cotas terem ou não sido distribuídas ao público – estão sujeitos ao mesmo regime jurídico, devendo assim observar a integralidade das normas expedidas pela autarquia.

Embora a Decisão de 2018 tenha esclarecido com precisão os motivos que fundamentam esse entendimento – em especial, ser o registro de um fundo de investimento na autarquia o ato que atrai e legitima a competência da CVM sobre ele –, é preciso dizer que essa não é uma conclusão nova. Ao contrário, já se tratava de uma consequência direta da própria Decisão de 2006, uma vez que, como decidido naquela ocasião, embora inexistente a obrigação legal de obtenção de registro na CVM para fundos cujas cotas não seriam distribuídas ao público, nada impediria que esse registro fosse obtido para tais fundos, o que entretanto os sujeitaria “a todos os ônus inerentes”.

Assim como ocorreu na Decisão de 2018, outros precedentes que seguiram à Decisão de 2006 reafirmaram essa linha de pensamento. A título de exemplo, vale mencionar o Processo CVM nº RJ2009/3736,²⁴ no âmbito do qual o Colegiado consignou que “fundos de investimento cujas cotas não sejam destinadas a oferta pública de distribuição podem, não obstante, ser registrados na CVM. No entanto, tais fundos devem submeter-se a todas as normas impostas pela regulamentação da CVM.”

A principal consequência desse raciocínio tem sido observada em processos sancionadores nos quais a autarquia enfrenta os limites da responsabilidade de gestores e administradores de fundos por decisões de investimento que se mostraram irregulares ou fraudulentas, mas que foram tomadas por orientação dos cotistas do fundo.

Ao julgar casos em que surge essa questão, o Colegiado tem reiteradamente rechaçado argumentos no sentido de que o gestor não poderia ser penalizado por tais decisões, sob o fundamento de que o regime jurídico dos fundos coloca sobre o gestor a responsabilidade final por qualquer decisão de investimento relativa ao veículo, mesmo tendo havido orientação ou consentimento dos cotistas. E, para a CVM, como os fundos

²⁴ PA CVM nº RJ2009/3736, Relator Diretor Eli Loria, j. 9/3/2010.

nela registrados devem ser tratados igualmente, aquela regra vale mesmo que as cotas do fundo não tenham sido distribuídas publicamente.²⁵

Bem compreender a extensão dessa orientação parece ser de fundamental importância para a realidade brasileira porque aqui os fundos de investimento regulamentados pela CVM são empregados para diversas finalidades, não apenas para sua função padrão de viabilizar a aplicação coletiva de recursos de investidores no mercado de valores mobiliários com o auxílio de um gestor profissional. Por exemplo, os fundos são também usados para a segregação do patrimônio de um mesmo investidor em diferentes veículos; em planejamentos sucessórios e tributários; no contexto de recuperação de empresas; e até mesmo para instrumentalizar operações societárias.

Ocorre que o registro na CVM de um patrimônio na forma de um fundo de investimento atrai sobre ele toda a carga de normas expedidas pela autarquia. Trata-se de regime jurídico bastante rígido, porque as regras aplicáveis aos fundos foram elaboradas considerando ser ele um mecanismo voltado a agregar recursos de investidores distintos, pulverizados e com pequena participação individual. Exemplo desse rigor são as obrigações de cunho informacional que se colocam em relação a tais fundos, como o dever de divulgação de fatos relevantes pelo administrador fiduciário,²⁶ regra que tem sido cobrada pela área técnica da autarquia ainda que o fundo seja exclusivo e o cotista único tenha pleno conhecimento do evento relevante.²⁷

Em outras palavras, a interpretação que vem sendo dada pela CVM é no sentido de que não afasta a necessidade de observância integral de suas normas o fato de um fundo registrado: (i) fugir ao protótipo imaginado pelo regulador; ou mesmo (ii) visar ao alcance de alguma outra finalidade que não aquela para a qual o seu regime jurídico foi concebido, isto é, viabilizar o investimento coletivo de múltiplos investidores no mercado de capitais por meio de um mesmo veículo.

²⁵ PAS CVM nº RJ2015/12087, Relator Diretor Pablo Waldemar Renteria, j. 24/7/2018.

²⁶ Art. 60 da Instrução CVM nº 555, de 2014.

²⁷ CVM. *Relatório Semestral de Supervisão Baseada em Risco*, jan.-jun./2017, disponível em http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/planos/sbr/bienio_2017_2018.html, p. 68. Último acesso em 14 de novembro de 2019.

Segundo esse entendimento da CVM, tampouco importam as características pessoais dos cotistas do fundo, como sua sofisticação econômica. Dito de outro modo, para a autarquia, ressalvadas as exceções regulamentares, as peculiaridades de determinado fundo ou mesmo de seus cotistas são irrelevantes: todos os fundos registrados devem cumprir integralmente com o regime jurídico que lhe for aplicável.²⁸

Por um lado, essa linha de interpretação parece ser coerente com as funções e competências legais atribuídas à CVM enquanto órgão regulador. De fato, ao regulamentar determinado instrumento, a CVM desenha o seu modelo regulatório com base em determinadas premissas e presunções, em especial, considerando a finalidade e o público para o qual o instrumento se dirige. A autarquia busca então corrigir, por meio de suas normas, as falhas, desalinhamentos e conflitos de interesse vislumbrados de antemão, visando notadamente à garantia da proteção dos investidores.

A partir disso, a CVM coloca à disposição dos agentes de mercado um modelo fechado, que em alguns casos admite flexibilização, mas somente dentro dos próprios limites permitidos pelo perímetro regulatório. Em outros termos, a CVM não molda sua regulamentação para atender necessidades específicas ou particulares dos agentes de mercado. São eles, ao escolherem se valer de um instrumento regulamentado pela autarquia, que devem se adequar ao que estabelece a regulamentação pertinente, devendo-a cumprir em sua totalidade.

Por outro lado, a interpretação de que todos os fundos registrados na autarquia estão sob o mesmo manto jurídico, ainda que correta sob o ponto de vista legal, evidencia a problemática da expansão da jurisdição da CVM para determinados fundos de investimento que, na verdade, consistem em veículos privados e que em princípio deveriam estar à parte da competência da autarquia, como aqueles que visam a organizar o patrimônio de um único investidor ou de membros de uma mesma família.

²⁸ Por sua relevância, vale transcrever um pequeno excerto da decisão tomada pela CVM no âmbito do PAS CVM nº 2016/295, Relator Diretor Gustavo Gonzalez, j. 7/5/2019, que enfrentou essa questão e, com clareza, expressou a opinião que vem sendo firmada pela autarquia: “36. A opção por se utilizar de instrumentos regulamentados pela CVM atrai a competência da Autarquia e limita, em certa medida, a liberdade dos particulares, que não podem, de acordo com a sua conveniência, e ainda que de comum acordo, estabelecer figuras que, embora constituídas sob o manto de determinada regulamentação, não a observam na integralidade. Por vezes, as regras da CVM conferem flexibilidade aos particulares para, dentro de um determinado espectro, definir um regime mais adequado aos seus objetivos. Existe, contudo, uma série de regras cogentes, que por definição não podem ser afastadas por escolha dos agentes.”

Dentre outros motivos, como os de natureza tributária, o uso da figura jurídica dos fundos de investimento, tal como regulamentada pela CVM, ocorre porque a legislação brasileira não possui outras figuras mais adequadas ou eficientes que não os fundos para a segregação de patrimônio, com todos as vantagens que decorrem desse expediente.

Com efeito, tendo em vista que o arcabouço jurídico brasileiro ainda não concebe a figura daquilo que se poderia denominar de “fundos privados” – fundos de investimento com regime jurídico próprio instituído em lei semelhante àquele criado pela CVM, mas não sujeitos à obtenção de registro na autarquia –,²⁹ a segregação patrimonial teria de ser feita sob o manto de outras formas jurídicas mais tradicionais, como as sociedades limitadas ou anônimas, que em geral não são alternativas viáveis por serem menos adaptadas para viabilizar investimentos no mercado de capitais, além de não gozarem do mesmo regime tributário que os fundos de investimento regulamentados pela CVM.

A inexistência na legislação pátria de um instituto nos moldes dos “fundos privados” traz diversas deficiências jurídicas e econômicas, pois gera custos financeiros e riscos legais para investidores que acabam por indevidamente ficar sob o guarda-chuva da CVM; causa distorções nos números da indústria de fundos; e, principalmente, onera demasiada e despropositadamente o regulador. Em algum momento essa lacuna jurídica terá de ser enfrentada pelo legislador; por ora, entretanto, ela permanece em aberto.

Índice Remissivo

Fundos de investimento – Fundos – Condomínios – Administrador fiduciário – Gestor de recursos – Registro de emissor – Registro de distribuição – Oferta pública – Oferta privada – Distribuição pública – Distribuição privada – Oferta de esforços restritos – Cotas – Regulamentação – Código Civil – Lei de Liberdade Econômica

²⁹ A recém-editada Lei da Liberdade Econômica infelizmente não inovou nesse ponto, porque não introduziu a figura dos “fundos privados” no direito brasileiro. Ao reverso, os dispositivos incluídos pela referida Lei no Código Civil fazem expressa remissão à autarquia, conforme seus arts. 1.368-C, §2º, art. 1.368-D, *caput*, e art. 1.368-F. Vide, a respeito, os comentários feitos por Pablo Renteria em *A reforma dos fundos de investimentos no Projeto de Lei de Conversão 17/2019: o CDC, a responsabilidade dos prestadores de serviços e a insolvência civil dos fundos*. Disponível em <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-reforma-dos-fundos-de-investimentos-no-projeto-de-lei-de-conversao-no-17-2019-20082019>. Acesso em 19 de setembro de 2019.