

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO**

TÚLIO ALMEIDA DE MIRANDA

**UMA ANÁLISE DAS FUNÇÕES, DEVERES E RESPONSABILIDADES DOS
CUSTODIANTES DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS**

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO**

TÚLIO ALMEIDA DE MIRANDA

**UMA ANÁLISE DAS FUNÇÕES, DEVERES E RESPONSABILIDADES DOS
CUSTODIANTES DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS**

Trabalho de Conclusão de Curso,
sob a orientação do professor
Nelson Laks Eizirik apresentado à
FGV DIREITO RIO como requisito
parcial à obtenção do grau de
bacharel em direito.

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO**

**TÍTULO DO TRABALHO: UMA ANÁLISE DAS FUNÇÕES, DEVERES E
RESPONSABILIDADES DOS CUSTODIANTES DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS**

Elaborado por TÚLIO ALMEIDA DE MIRANDA

Trabalho de Conclusão de Curso,
sob a orientação do professor
Nelson Laks Eizirik apresentado à
FGV DIREITO RIO como requisito
parcial à obtenção do grau de
bacharel em direito.

Comissão Examinadora:

Nome do orientador: Nelson Laks Eizirik

Nome do Examinador 1: João Pedro Barroso do Nascimento

Nome do Examinador 2: Marcus de Freitas Henriques

Professor Orientador: Nelson Laks Eizirik

Examinador 1: João Pedro Barroso do Nascimento

Examinador 2: Marcus de Freitas Henriques

Nota Final: _____

Rio de Janeiro, dezembro/2019.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo compreender a relevância dos custodiantes para a indústria de fundos de investimentos através da análise das suas funções e dos principais deveres fiduciários impostos a esses agentes pelos normativos aplicáveis da Comissão de Valores Mobiliários. Adicionalmente, serão objeto de exame as responsabilidades de natureza civil, administrativa e penal cabível ao prestador em caso de inobservância das normas pertinentes. Para operacionalização do estudo, utiliza-se como metodologia a revisão bibliográfica, o levantamento de julgados e o mapeamento de instruções normativas da Comissão de Valores Mobiliários, subsidiariamente complementadas por dispositivos da legislação ordinária relacionados ao tema. Através da análise, verifica-se que a ausência por anos de diretrizes claras sobre o papel dos custodiantes foi suprida por Ofícios-Circulares, Pareceres da Procuradoria da Fazenda da CVM e entendimentos consolidados em julgados. No entanto, o risco gerado por essa carência normativa foi mitigado a partir de 2013 com o surgimento da ICVM 542/01 que delineou com mais nitidez as atribuições dos custodiantes, embora tópicos como as atribuições de terceiros contratados para serviços acessórios de custódia ainda careçam de esclarecimento.

Palavras-chave: Mercado de Capitais. Fundos de Investimento. Custodiantes. Funções. Deveres Fiduciários. Responsabilidades.

ABSTRACT

This paper aims to understand the relevance of the custodian to the investment fund industry through the analysis of their role and the main fiduciary duties imposed by the applicable rules of the Brazilian Securities Commission. In addition, will be the object of analysis the civil, administrative and criminal liabilities applicable to this service provider in case of non-observance of the pertinent rules. To operationalize the study, it is used as a methodology the literature review, examination of administrative cases and Brazilian Securities Commission normatives, supplemented by provisions of ordinary legislation related to the subject. Through the analysis, it is verified that the absence for years of clear guidelines about the role of the custodians was supplied by administrative mechanisms and instruments. However, the risk generated by this normative lack was mitigated in 2013 with the emergence of ICVM 542/01 which outlined the custodian's function more clearly, although topics such as the role of third parties hired by the custodians to perform ancillary tasks still need clarification.

Key-words: Capital Market. Investment Funds. Custodians. Functions. Fiduciary Duties. Liabilities.

LISTA DE ABREVIATURAS E SÍMBOLOS

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais

CIS - *Collective Investment Schemes*'

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

ICVM – Instrução CVM

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SIN – Superintendência de Relações com Investidores Institucionais

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
1. REFERÊNCIAS HISTÓRICAS NACIONAIS	5
2. NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS	8
3. REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	11
4. FUNÇÕES E OBRIGAÇÕES DOS CUSTODIANTES DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS.....	14
4.1 Custodiantes de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios	18
5. DEVERES E RESPONSABILIDADE DOS CUSTODIANTES DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS	21
5.1 DEVERES DOS CUSTODIANTES	24
5.1.1 Dever de Diligência	24
5.1.2 Dever de Lealdade	26
5.2 RESPONSABILIDADE DOS CUSTODIANTES.....	27
5.2.1 Responsabilidade Civil	28
5.2.2 Responsabilidade Administrativa	32
5.2.3 Responsabilidade Penal	36
6. CONCLUSÃO.....	41
REFERÊNCIAS	44

INTRODUÇÃO

Ultrapassada a fase de consumo excessivo, parte da população brasileira têm se conscientizado sobre a importância de poupar e investir.¹⁻² Nesse contexto, os fundos de investimentos³ se consolidaram nos últimos anos. Trata-se de mecanismos de investimento coletivo que por causa da diversificação de ativos e da gestão profissional da carteira minimizam variáveis que o investidor deve atentar – como risco *versus* rentabilidade – possibilitando a geração de maiores rendimentos.⁴

As conveniências e vantagens dos fundos de investimento democratizaram o instrumento e o transformaram em um dos mais notórios mecanismos de poupança popular.⁵ As tradicionais barreiras e a crise econômica internacional desencadeada em 2008 não foram suficientes para inibir os aportes no mercado de investimentos coletivos que vem apresentando crescimento constante.⁶ Segundo dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA), que divulga mensalmente as estatísticas da indústria no Brasil, o patrimônio líquido corrente sob gestão dos fundos administrados por instituições financeiras no

¹ O mercado financeiro brasileiro ainda enfrenta obstáculos para a construção de uma cultura de investimento e poupança popular. Dentre os empecilhos que alimentam o sistema encontram-se aspectos educacionais, como a falta de intimidade de uma parte dos brasileiros com os sofisticados produtos financeiros disponíveis e aspectos estruturais mais complexos, como o resquício de uma “herança inflacionária que ainda alimenta contratos indexados, [...] a preferência por opções de alta liquidez e prazo curtíssimo”. (BRASIL, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **A trajetória financeira do brasileiro**. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/data/files/76/83/F1/CF/9297F5108901E1F599A80AC2/Relatorio-A-trajetoria-financeira-do-brasileiro.pdf>>. Acesso em: 24 de outubro de 2018.)

² Vale ressaltar também que uma parte relevante da população brasileira ainda convive com o desemprego, com baixos salários ou com a renda estagnada, fazendo-os concentrar a sua atenção nas despesas básicas de sobrevivência do dia a dia e, portanto, não sobrando dinheiro para poupar ou investir. (BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Cenário da Poupança e dos Investimentos do Brasileiro**. Outubro: 2018. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/investidor/estudos/pesquisas/20181002_estudo_spc_cenario_da_poupanca_e_dos_investimentos_dos_brasileiros.pdf>. Acesso em> 20 de outubro de 2019).

³ Existem, no cenário brasileiro, diversos tipos de fundos de investimentos. A título de exemplo, podemos citar os regulados por Instruções próprias, de acordo com o parágrafo único do art. 1º da ICVM nº 409: “(i) Fundos de Investimento em Participações; (ii) – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; (iii) – Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional; (iv) – Fundos Mútuos de Privatização – FGTS; (v) – Fundos de Investimento em Empresas Emergentes”, dentre outros. O objetivo do presente trabalho não é explorar as características específicas dos diferentes tipos de fundos ou tampouco das funções típicas do custodiante em cada caso. No entanto, se realçará, no decorrer da obra, o caso particular dos custodiantes de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios. Cita-se nessa nota de rodapé, a variedade de fundos existentes para o simples conhecimento do leitor. Ressalta-se ainda que, cada tipo de fundo, tem as suas características e exigências particulares quanto ao perfil de investidores que podem aportar recursos.

⁴ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 84.

⁵ Ibidem.

⁶ Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm>. Acesso em: 17 de setembro de 2019

país em julho de 2019 era de aproximadamente R\$ 5,09 trilhões, o equivalente a um crescimento de cerca de 450% em relação ao total sob gestão em dezembro de 2008.⁷⁻⁸

A indústria de fundos brasileira alcançou maturidade suficiente para se destacar no cenário internacional. Após experiências desafiadoras nas últimas duas décadas, quando a economia brasileira sobreviveu a inúmeros planos econômicos, mudanças legislativas e crises políticas, o setor conseguiu aprimorar as práticas, desenvolveu regulações modernas, adaptou-se às demandas e conquistou investidores brasileiros e internacionais.⁹

Contudo, casos como o esquema *ponzi* da Bernard L. Madoff Investment Securities¹⁰⁻¹¹ trouxeram à tona os riscos envolvidos na custódia de ativos, expondo os conflitos existentes entre a atuação do prestador de serviço e os interesses legítimos dos investidores.¹² Escândalos como esse foram importantes propulsores de políticas públicas de regulamentação do sistema financeiro, especialmente do Mercado de Valores Mobiliários.¹³⁻¹⁴

No contexto nacional, os escândalos do Union National FIDC Financeiros e Mercantis (FIDC UNION) e do Eco Multi Commodities FIDC Financeiro Agropecuários (FIDC

⁷ Dados obtidos através da análise da planilha histórica consolidada divulgada mensalmente pela ANBIMA. (Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm>. Acesso em: 17 de setembro de 2019).

⁸ Segundo os dados divulgados pela ANBIMA, em dezembro de 2008 os fundos de investimentos possuíam Patrimônio Líquido corrente de R\$ 1.125.783,6 milhões sob gestão, enquanto que em julho de 2019 o valor saltou para R\$ 5.086.626,8 milhões. (Dados obtidos através da análise da planilha histórica consolidada divulgada mensalmente pela ANBIMA. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm>. Acesso em: 17 de setembro de 2019.)

⁹ PINHO NETO, Demosthenes. **A Indústria de Fundos Brasileira: Evolução Recente**. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/aif/article/download/22078/20825>>. Acesso em: 24 de outubro de 2018.

¹⁰ Um dos casos mais notórios dos últimos anos foi praticado pelo gestor estadunidense Bernard Madoff, proprietário da gestora norte-americana Bernard L. Madoff Investment Securities LLC. Por quase vinte anos, o renomado americano que foi presidente da *Nasdaq*, praticou um esquema de pirâmide financeira que provocou perdas estimadas entre US\$ 13 bilhões e US\$ 70 bilhões a diversos investidores espalhados pelo mundo. (Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,madoff-para-onde-foi-o-dinheiro,395893>>. Acesso em: 13 de novembro de 2019).

¹¹ No esquema, o gestor valia-se do mercado de balcão dos Estados Unidos – isto é, aquele fora da bolsa de valores em que, em geral, as compras são realizadas diretamente entre as partes, e que, portanto, é menos fiscalizado - para fazer as aplicações. Trata-se de um ambiente em que é mais fácil manipular artificialmente os preços, tendo em vista que somente as partes conhecem os termos da negociação. Dito isso, um dos problemas constatados após o conhecimento da fraude era de que não havia qualquer controle de custódia pelos órgãos reguladores, ou seja, não houve qualquer tipo de fiscalização dos documentos que evidenciassem as compras dos ativos pelo Bernard L. Madoff Investment. (Disponível em: <<https://www.arenadopavini.com.br/arena-especial/dia-da-piramide-ha-cinco-anos-mercado-descobria-as-fraudes-de-madoff>>. Acesso em: 13 de novembro de 2019).

¹² INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Principles regarding the Custody of Collective Investment Schemes' Assets: Consultation Report**. October, 2014. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD454.pdf>>. Acesso em: 24 de outubro de 2018.

¹³ *Ibidem*.

¹⁴ Disponível em: <http://www.anbima.com.br/en_us/informar/regulacao/internacional/radar/iosco-consulta-sobre-os-principios-relativos-a-custodia-dos-ativos-de-fundos-de-investimento.htm>. Acesso: 26 de outubro de 2018.

AGRO)¹⁵, contribuíram com mudanças nas práticas do mercado e para o surgimento e fortalecimento de instruções normativas que regulam a atuação dos custodiantes.¹⁶ Nesse sentido, as instruções nº 541 e 542 da CVM que dispõem, respectivamente, sobre a “prestação de serviços de depósito centralizado”¹⁷ e custódia de valores mobiliários¹⁸ se tornaram importantes marcos normativos ao incorporarem redações modernas que contemplam o escopo de atuação, as obrigações e responsabilidades desses agentes.¹⁹

Considerando a necessidade de criação de um “ambiente de confiança e credibilidade”²⁰ que viabilize o desenvolvimento da indústria e conseqüentemente do mercado de capitais²¹, as instituições reguladoras tem concedido atenção especial aos prestadores de serviços de fundos de investimentos. No entanto, a atenção dispensada pelas instituições e doutrina quase sempre se restringem aos administradores e gestores de fundos, esquecendo-se do custodiante, importante agente para a dinâmica do mercado.

Portanto, o presente estudo tem como objetivo principal compreender e analisar as estruturas que definem a atuação dos custodiantes de fundos de investimentos, através do exame das funções, principais deveres e responsabilidades passíveis de serem impostas no caso de não observância da regulamentação aplicável, visando a decodificar o papel desse prestador de serviço na indústria de fundos brasileira. A escolha e delimitação do tema ocorre em razão de uma combinação de fatores, dentre eles: i) a necessidade de limitar o espectro de abrangência da pesquisa; ii) a falta de empenho da doutrina para analisar o papel dos custodiantes de fundos de investimentos, motivo pelo qual a bibliografia é minguada e o assunto pouco debatido; e iii) a dificuldade de diferenciar o papel dos administradores e custodiantes, gerando frequentemente aberturas de processos sancionadores disciplinares, sobreposição e atropelamento de funções.

¹⁵ O caso será melhor abordado em momento posterior do presente trabalho.

¹⁶ Disponível em: <http://www.ansima.com.br/en_us/informar/regulacao/internacional/radar/iosco-consulta-sobre-os-principios-relativos-a-custodia-dos-ativos-de-fundos-de-investimento.htm>. Acesso: 26 de outubro de 2018.

¹⁷ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 541 de 20 de dezembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst541.pdf>>. Acesso em: 26 de outubro de 2018.

¹⁸ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542consolid.pdf>>. Acesso em: 26 de outubro de 2018

¹⁹ Disponível em: <http://www.ansima.com.br/en_us/informar/regulacao/internacional/radar/iosco-consulta-sobre-os-principios-relativos-a-custodia-dos-ativos-de-fundos-de-investimento.htm>. Acesso em: 26 de outubro de 2018.

²⁰ STACCHINI, Frederico. **Perspectivas de supervisão da indústria de fundos de investimentos**. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-do-stocche-forbes/industria-de-fundos-de-investimento-08052018>>. Acesso em: 26 de outubro de 2018.

²¹ Ibidem.

Para viabilização do estudo, duas frentes principais serão adotadas. A primeira é a realização de um mapeamento das instruções normativas que regulam a atuação dos custodiantes de fundos de investimentos, através do site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A segunda, a realização de uma revisão bibliográfica voltada para o papel desses prestadores de serviços, buscando compreender o contexto de atuação desses agentes.

Por fim, destaca-se que embora o foco do trabalho consista em analisar as estruturas que definem a atuação e responsabilidade dos custodiantes, prestador de serviço relegado das recentes análises doutrinárias publicadas no país sobre a temática de mercado de capitais, para fins de contextualização, se revela importante estudar as noções introdutórias sobre o assunto, expondo a natureza jurídica dos fundos de investimentos e os principais aspectos regulatórios da indústria, na medida em que for necessário para a proposta do trabalho.

1. REFERÊNCIAS HISTÓRICAS NACIONAIS.

Em mercados complexos e voltados à proteção popular, as instituições financeiras constituem “um produto de como a confiança é construída, regulada e, ocasionalmente, destruída”.²²

A construção de um ambiente financeiro nacional remonta ao período colonial brasileiro, época que a nação não possuía uma moeda própria e todas as transações comerciais eram realizadas por trocas mercantis em que o açúcar ou algodão serviam como *benchmark*.²³ Com a chegada da família real em 1808, a necessidade de atendimento as necessidades da coroa portuguesa e a deficiente estrutura financeira vigente na colônia, o Príncipe Regente D. João VI viu-se obrigado a criar a primeira instituição bancária do país: o Banco do Brasil, em 12 de outubro de 1808.²⁴

A criação do Banco do Brasil no início do século XIX alterou de maneira tímida o sistema de crédito, mas formou as bases para o desenvolvimento de um sistema bancário dirigido ao fomento econômico e captação de recurso²⁵ que possibilitou em 1940, o surgimento das primeiras sociedades de investimentos no país.²⁶ À época e até o final da década de 1950, os instrumentos de investimento coletivo eram estruturados majoritariamente sob a forma de sociedades anônimas e sociedades em conta de participação.²⁷ Sobre o cenário ainda embrionário no Brasil, Oscar Barreto Filho em 1956 fez uma análise comparada:

No estado atual de nossa legislação, em relação às empresas do tipo fechado, a que correspondem os *investment trusts* registrados nos Estados Unidos como *corporations*, e as sociedades francesas, a forma jurídica a ser necessariamente adotada é a de sociedade anônima, autorizada a funcionar como sociedade de investimento. Para os organismos de tipo aberto, estabelecidos nos moldes do instituto jurídico do *trust* inglês, a forma melhor adequada é a da sociedade em conta de participação, com a condição, porém, de que o sócio gerente seja, obrigatoriamente, uma sociedade autorizada a funcionar como sociedade de investimentos. O fundo de participação poderá, contratualmente, ser

²² FERRAREZI, Adílson. **Confiança, Mudança Geracional e Instituições Financeiras**. Tese (Dissertação de Mestrado) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getulio Vargas. São Paulo, 2018. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/25824/Adilson%20Ferrarezi%20MPA_VFFINAL_27122018.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 28 de maio de 2019.

²³ GALVÊAS, Ernane. **O Mercado Brasileiro de Capitais**. São Paulo: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 41, p.14, 2008.

²⁴ Ibidem.

²⁵ Ibidem.

²⁶ ASHTON, Peter Walter. **Companhias De Investimentos**. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963.

²⁷ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

constituído segundo o tipo rígido (*unit series*) ou de gestão livres (*mutual funds*).²⁸

O primeiro instrumento normativo dedicado ao tema foi o Decreto-Lei nº 7.583 de 25 de maio de 1945²⁹ que dispunha sobre a criação de “sociedades de crédito, financiamento e investimentos”.³⁰ Nos seus parcos quatro artigos, o decreto previu a possibilidade de criação de “sociedades com capitais nacionais e estrangeiros”³¹ e delegou poderes ao Ministro da Fazenda para regular a “constituição e o funcionamento”³² das referidas instituições, que o fez mediante a expedição da Portaria nº 88 de 08 de junho de 1945.³³

A criação de mecanismos de investimento coletivo com a estrutura e características adotadas atualmente ocorreu apenas em 1957³⁴, com o pioneirismo do Fundo de Investimento Crescinco³⁵, constituído sob a forma de condomínio aberto, por meio de escritura pública na cidade de São Paulo e administrado pela Companhia de Empreendimentos e Administração IBEC, subsidiária da *Internacional Basic Economy Corporation*, companhia financeira norte-americana da família Rockefeller.³⁶

O Fundo Crescinco foi uma inovação para a época, não apenas por ter sido o primeiro a operar com as características que conhecemos atualmente, mas por se adequar a uma realidade econômica da América do Sul e entrar em funcionamento no país antes de qualquer previsão normativa que estabelecesse a constituição de fundos em condomínio.³⁷ Dois anos após a instituição do Crescinco, em 30 de novembro de 1959, o Ministério da Fazenda elaborou a

²⁸ BARRETO FILHO, Oscar. **Regime Jurídico das Sociedades de Investimento**. São Paulo: Max Limonad, 1956, p. 225.

²⁹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

³⁰ BRASIL, **Decreto-Lei nº 7.583 de 25 de maio de 1945**. Disponível em: <<https://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1940-1949/decreto-lei-7583-25-maio-1945-417384-publicacaooriginal-1-pe.html>>. Acesso em: 18 de outubro de 2019.

³¹ *Ibidem*.

³² *Ibidem*.

³³ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

³⁴ Há controvérsias sobre a informação. Em 1963, Peter Ashton publicou um estudo com o seguinte *disclaimer*: “devido à impossibilidade de obter dados e informações estatísticas de fontes oficiais do governo, o autor não pôde fixar com exatidão o surgimento da primeira companhia de investimentos no Brasil, e foi forçado a analisar somente uma companhia, a Companhia de Empreendimentos e Administração IBEC, administradora do ‘Fundo Crescinco’, que atualmente é de certo o maior e mais importante fundo de investimentos do Brasil”. (ASHTON, Peter Walter. **Companhias de Investimento**. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1963, p. 31).

³⁵ Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi0901200509.htm>>. Acesso em 17 de outubro de 2019.

³⁶ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

³⁷ *Ibidem*.

Portaria 309 que permitiu a “constituição de fundos em conta de participação ou condomínio”.³⁸ Foi nesse período que os primeiros bancos de investimentos privados foram criados, atentos ao movimento das poupanças e circulação de recursos privados no país.³⁹

Somente em 1965, o legislador brasileiro elaborou a Lei nº 4.728 que estabeleceu medidas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro⁴⁰ e disciplinou pela primeira vez os fundos de investimentos em legislação ordinária.⁴¹ O único artigo⁴² dedicado ao tema regula de maneira superficial “a estrutura e forma de funcionamento dos fundos”.⁴³

O ambiente legal propício para o desenvolvimento do mercado estava sendo desenhado. As décadas de 1970 e 1980 formaram as bases e prepararam o terreno para o “grande desenvolvimento das aplicações por intermédio dos fundos de investimento”⁴⁴ em 1990. A criação em 1976 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) pela Lei 6.385, com o objetivo de “desenvolver, regular e fiscalizar o Mercado de Valores Mobiliários, [...] assegurando ampla divulgação das informações sobre os emissores e seus valores mobiliários”⁴⁵ e o sucesso do Plano Real que estagnou a inflação, possibilitou uma maior previsibilidade econômica, permitiu planejamentos de longo prazos e induziu a formação de poupança, foram fundamentais para o sucesso da indústria de fundos de investimentos no Brasil.⁴⁶

Atualmente, segundo dados da *International Investment Funds Association*, o Brasil ocupa o décimo lugar no ranking mundial das maiores indústrias de Fundos de Investimentos⁴⁷, com mais de 16,4 milhões de contas ativas⁴⁸ e patrimônio líquido superior a R\$ 5 trilhões (ANBIMA, 2019).⁴⁹

³⁸ BRASIL, Ministério da Fazenda. **Portaria nº 309 de 30 de novembro de 1959**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pre/acordos_e_convenios/Portaria_MF_309-1959.pdf>. Acesso em: 16 de outubro de 2019.

³⁹ GALVÊAS, Ernane. **O Mercado Brasileiro de Capitais**. São Paulo: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 41, p.14, 2008.

⁴⁰ BRASIL, **Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm>. Acesso em: 29 de outubro de 2019.

⁴¹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

⁴² Vide art. 50 da Lei 4.728 de 14 de julho de 1965.

⁴³ FERREIRA BUELONI, Renato Luis. Fundos e Clubes de Investimentos. **In: Direito, gestão e prática: mercado de capitais**/Francisco Sátiro de Souza Júnior, coordenador. – São Paulo: Saraiva, 2013. – (Série GVlaw). Vários Autores, p. 173.

⁴⁴ *Ibidem*, p. 64.

⁴⁵ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/servidores/estagios/2-Materia-sobre-a-CVM-e-o-Mercado-de-Valores-Mobiliarios.pdf>. Acesso em: 28 de maio de 2019, p. 1.

⁴⁶ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

⁴⁷ Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/onde-investir/industria-de-fundos-brasileira-alcanca-r-5-trilhoes-de-patrimonio-liquido/>>. Acesso em: 10 de setembro de 2019.

⁴⁸ *Ibidem*.

⁴⁹ *Ibidem*.

Esse breve esboço histórico não teve a pretensão de esgotar todos os pormenores sobre a matéria que se sucederam a partir do período colonial brasileiro, mas tão somente pincelar um panorama que ilustre os principais acontecimentos que marcaram a estruturação dos Fundos de Investimentos no cenário nacional.

2. NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS

Antes de se aprofundar na discussão proposta, é importante entender e analisar a natureza jurídica dos Fundos de Investimentos, uma vez que possibilita o conhecimento das principais características relacionados ao seu uso.⁵⁰ Mário Tavernand cristaliza a importância desse estudo:

[...] essa análise, no tocante aos fundos de investimento, auxilia na compreensão da relação jurídica existente entre os investidores e o fundo, assim como daqueles com o administrador, na verificação de quais são as normas legais aplicáveis – dentre elas, as próprias definições dos princípios informadores.⁵¹

Trata-se de um tema controvertido entre os doutrinadores nacionais cujas primeiras discussões iniciaram juntamente com o seu surgimento.⁵² Os fundos que nasceram no ordenamento pátrio como “recursos aportados em uma sociedade, ou para a formação de uma sociedade em conta de participação”⁵³ se tornaram com o passar dos anos instrumentos independentes.⁵⁴

Atualmente, a doutrina nacional debate a natureza jurídica dos fundos de investimentos em torno de cinco teorias, quais sejam: a copropriedade (ou condominial), propriedade em mão comum, comunidade de bens não condominial, propriedade fiduciária e societária.⁵⁵ No

⁵⁰ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

⁵¹ *Ibidem*, p. 181.

⁵² *Ibidem*.

⁵³ *Ibidem*, p. 182.

⁵⁴ Sobre o assunto, Félix Ruiz Alonso em 1971 publicou o seguinte: “os autores pátrios, quando se definiram, tomaram diferentes posições: OSCAR BARRETO FILHO e BERNARD PAJISTE, consideram os Fundos como sociedade em conta de participação; PETER WALTER ASHTON, com CYRNE LIMA consideram-nos como expectativas de condomínio ou *spes condominii*. Estes autores têm, entre outros, o grande mérito de terem escrito quando nada havia, praticamente, sobre a especialidade. PONTES DE MIRANDA, mais recentemente, os considera como Condomínios, embora não fundamente a sua opinião, sendo esta não só a sua denominação legal, mas a *opinio communis*, que vai se formando à margem do direito”. (ALONSO, Félix Ruiz. **Os fundos de Investimento**. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n.1. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1971, p. 224. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/66628/69238>>. Acesso em: 20 de julho de 2019).

⁵⁵ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

entanto, para a finalidade do presente estudo filia-se a corrente doutrinária que defende a natureza jurídica dos fundos de investimentos como condomínios, conforme a legislação pátria os define⁵⁶, uma vez que a digressão pormenorizada de cada teoria foge do espectro principal de abrangência do trabalho.

Tal classificação nasceu com a Lei 4.728 em 1965 e tem sido utilizada desde então em todos os normativos expedidos pelos Banco Central e Conselho Monetário Nacional.⁵⁷ A CVM, principal supervisor do mercado de capitais também adota a definição em suas instruções.⁵⁸ Segundo o artigo 3º da Instrução CVM nº 555, os fundos são “uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”.⁵⁹ Recentemente, a Medida Provisória nº 881 de 2019 (Medida Provisória da Liberdade Econômica), convertida na Lei 13.874 de 20 de setembro de 2019 reforçou a classificação ao conceituar os fundos como “condomínio de natureza especial”.⁶⁰

O conceito de condomínio utilizado nos debates sobre a natureza dos fundos possui correlação, embora pouco extensa, com o termo utilizado no ramo imobiliário. Trata-se de um direito real que permite aos condôminos “igual direito, idealmente, sobre o todo e cada uma de suas partes”.⁶¹ Referido direito real possui abrigo no artigo 1.314 do Código Civil que dispõe que “cada condômino pode usar da coisa conforme sua destinação, sobre ela exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão, reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse e alhear a respectiva parte ideal, ou gravá-la”.⁶² Felix Luiz Alonso faz importante distinção dos dois institutos, expondo em certa medida, o alargamento semântico do termo condomínio presente no Código Civil para adequá-lo as necessidades modernas de viabilização de investimentos no país:

Condomínio mobiliário, diferentemente dos anteriores, não é mais o estado forçoso do direito das coisas; trata-se de instituto mercantil. Agora o objeto da copropriedade não será um bem corpóreo, mas serão valores, uma massa patrimonial de bens incorpóreos — que, juridicamente é considerada — objeto de propriedade.

⁵⁶ Vide Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965.

⁵⁷ FERREIRA BUELONI, Renato Luis. **Fundos e Clubes de Investimentos**. *In*: Direito, gestão e prática: mercado de capitais/Francisco Sátiro de Souza Júnior, coordenador. – São Paulo: Saraiva, 2013. – (Série GVLaw). Vários Autores, p. 178.

⁵⁸ Vide Instrução CVM nº 302 de 10 de maio de 1999 e Instrução CVM nº 409 de 18 de agosto de 2004.

⁵⁹ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 555 de 17 de dezembro de 2014**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>. Acesso em: 04 de novembro de 2019.

⁶⁰ Vide art. 1.368-C da Lei 13.874 de 20 de setembro de 2019.

⁶¹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil: direitos reais**. vol. 4. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 175.

⁶² BRASIL, **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Acesso em: 04 de novembro de 2019.

[...]

Reconhecendo a forma do “condomínio” para os Fundos de Investimentos Mobiliários, não se ignora o alargamento que se está fazendo daquele instituto. O legislador, porém, desde 1959 vem se referindo incessantemente, a esses Fundos com a designação de condomínios. Não se poderia cogitar que o legislador errasse, e menos ainda, que a lei habitualmente, estivesse eivada de impropriedades. Lógico, será pensar que está nascendo um novo instituto, em parte coincidente com o tradicional condomínio, e em parte com traços novos que o legislador e a doutrina, paulatinamente, trarão à tona.⁶³

Nesse sentido, os fundos de investimentos, diferentemente dos condomínios imobiliários, não permitem aos seus cotistas (condôminos), a copropriedade sobre o patrimônio total do fundo, mas tão somente, a possibilidade de exercer direitos políticos e econômicos relativos a proporção de suas cotas.⁶⁴

Arnold Wald, importante civilista brasileiro, posiciona-se com parcimônia em relação a classificação:

Quer se cogite de um condomínio especialíssimo ou 'sui generis', de uma sociedade sem personalidade jurídica, na terminologia do Código de Processo Civil, ou de uma forma de 'trust' já adaptado e consagrado pelo Direito Brasileiro, a designação e a semântica são secundários, pois o importante é a capacidade substantiva e adjetiva do Fundo para adquirir e transmitir direitos, atuar em Juízo e praticar todos os atos da vida comercial, embora só possa exercer sua atividade por intermédio de seu gestor. Não se trata de contrato de comissão, pois os bens são adquiridos em nome do gestor e por conta dos condôminos em nome do Fundo e para o mesmo.⁶⁵

A natureza jurídica das cotas de fundos de investimento se revela outro conceito importante para o presente estudo. As digressões jurídicas sobre os instrumentos financeiros abrangidos conceitualmente dentro da terminologia foram mitigadas com a promulgação da Lei 10.303 de 2001 que promoveu alterações significativas na Lei 6.385 de 1976, dentre as quais, a inclusão das cotas de fundos de investimentos no rol de valores mobiliários.⁶⁶ A relevância prática da formalização legislativa é que com o enquadramento a “emissão e negociação pública dos títulos se sujeitará às normas e fiscalização da CVM”.⁶⁷

⁶³ ALONSO, Félix Ruiz. **Os fundos de Investimento**. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n.1. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1971, p. 243-244. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/66628>>. Acesso em: 20 de outubro de 2019.

⁶⁴ GAGGINI, Fernando Schwarz. **Fundos de Investimento no Direito Brasileiro**. São Paulo: Liv e Ed. Universitária de Direito, 2001.

⁶⁵ Arnold, Wald. **Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro – RDM, n. 80, out.–dez., 1990.

⁶⁶ Vide art. 2º, inciso V da Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976.

⁶⁷ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2007/11.593**, dir. Relator Marcos Barbosa Pinto. Disponível em:

Portanto, entendendo que a natureza jurídica dos fundos de investimentos no cenário brasileiro é a de um condomínio especial ou condomínio mobiliário, as regras e normas do Código Civil destinadas aos condomínios edilícios⁶⁸ devem ser aplicadas com moderação e sempre lastreadas nas instruções da CVM.

Apresentado esse contexto, faz-se mister explicar a dinâmica da regulação do mercado de capitais e da atividade fiduciária nacional, visto que os cotistas são “coproprietários passivos”⁶⁹ e, portanto, outorgam poderes para que os prestadores de serviço gerenciem o dia a dia dos fundos de investimento.⁷⁰

3. REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários é o ambiente econômico em que os poupadores e tomadores vislumbram a possibilidade de participar de uma operação sem a intermediação de uma instituição financeira, reconhecendo os riscos e potenciais retornos ou prejuízos que a operação pode ensejar.⁷¹ Assim, tem por objetivo viabilizar a troca de recursos do agente superavitário para o deficitário, facilitando a exequibilidade de projetos de médio e longo prazos e impulsionando o desenvolvimento econômico de um país.⁷²

Nesse sentido, a regulação do mercado de capitais⁷³ – que envolve funções como a regulamentação, fiscalização, monitoramento e sanção⁷⁴ – é o meio pelo qual se proporciona segurança jurídica, gera credibilidade⁷⁵ e corrige-se as falhas de mercado, permitindo o florescimento de um ambiente mais competitivo, eficiente e avesso ao cometimento de

https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/363669/mod_resource/content/1/Processo%20CVM%20RJ2007-11593%20-%20Rel.%20Marcos%20Pinto.pdf. (Adaptado). Acesso em: 30 de outubro de 2019.

⁶⁸ Arnold, Wald. **Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro – RDM, n. 80, out.–dez., 1990.

⁶⁹ ALONSO, Félix Ruiz. **Os fundos de Investimento**. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n.1. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1971, p. 243.

⁷⁰ Ibidem.

⁷¹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012

⁷² Ibidem.

⁷³ Armando Castelar e Jairo Saddi fundamentam a necessidade de haver uma regulação no mercado financeiro: [...] “as transações realizadas no mercado financeiro são estruturadas contratualmente e têm, nas suas duas pontas, agentes que raramente se conhecem. Ao contrário da maioria das atividades comerciais, em que duas partes cumprem suas obrigações (quase) simultaneamente, no mercado financeiro o descompasso temporal está na essência da transação: toma-se recursos hoje para serem pagos de volta no futuro. A fidejussão é fundamental. E na presença de oportunismo, muitas operações financeiras seriam inviáveis sem a sustentação de um bom aparato jurídico”. (PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 449).

⁷⁴ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

⁷⁵ A credibilidade e confiança do investidor nasce fruto de práticas como obrigatoriedade de divulgação de informações, combate a impunidades, fiscalização de mercado, dentre outros.

abusos.⁷⁶ Para Nelson Eizirik, “a regulação de modo jurídico é aquela posta através de normas jurídicas [...] que limitam a atuação dos participantes do mercado, expressando, deste modo, uma determinada intervenção do Estado no mercado”.⁷⁷

A doutrina segmenta a regulação do mercado de capitais em três grupos: de conduta, prudencial e sistêmica.⁷⁸ Sobre a matéria, Mário Tavernard faz um importante detalhamento, singularizando cada uma:

A regulação de condutas refere-se à autorização ou à vedação de determinadas práticas, ou, se for o caso, delimita operações e estruturas de mercado [...]. A regulação prudencial caracteriza-se pela adoção de padrões gerais e pela valorização de procedimentos de adequação, de gestão de riscos e de controles internos. A regulação sistêmica, por sua vez, consiste na criação de mecanismos de proteção estrutural do mercado, a fim de impedir ocorrência de externalidades negativas decorrentes da interação entre os agentes.⁷⁹

Criada em 1976, a CVM é a principal entidade reguladora do mercado de valores mobiliários. Trata-se de uma autarquia em regime especial, vinculada ao Ministério da Economia, embora com “autoridade administrativa independente e, personalidade jurídica e patrimônio próprios”.⁸⁰

Como mecanismo para alcançar os “fins da ordem constitucional econômica e assegurar a preservação dos princípios que a informam”⁸¹ a CVM é dotada do poder de polícia⁸² e, portanto, possui o dever de agir na regulação do mercado de capitais visando a inibir comportamentos abusivos e fraudulentos.⁸³ Sobre a finalidade da CVM, Luiz Leonardo Cantidiano explica:

Toda atividade do órgão regulador tem como finalidade (a) estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; (b) promover e assegurar a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários; (c) proteger os titulares de valores mobiliários e os

⁷⁶ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

⁷⁷ EIZIRIK, Nelson Laks. **O papel do Estado na regulação do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC), 1977.

⁷⁸ YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

⁷⁹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 71.

⁸⁰ BRASIL, Art. 5º da Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 03 de novembro de 2019.

⁸¹ TURCZYN, Sidnei. **O sistema financeiro nacional e a regulação bancária**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, p. 193.

⁸² Vide art. 78 da Lei 5.172/66 para definição do Poder de Polícia. (BRASIL, Lei 5.172 de 25 de outubro de 1966. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5172.htm>. Acesso em: 30 de outubro de 2019).

⁸³ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

investidores contra (i) emissões irregulares de valores mobiliários, contra (ii) atos ilegais dos administradores e controladores de companhias e administradores de carteira e contra (iii) o uso de informação relevante ainda não divulgada ao mercado; (d) evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação no mercado; e (e) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado.⁸⁴

Nesse sentido, o escopo principal de atuação da CVM congrega as funções de: (i) regulamentação, (ii) fiscalização e (iii) sanção.⁸⁵ Através da primeira, a autarquia emite instruções normativas que servem de base para a atuação no mercado e disciplinam institutos diversos.⁸⁶ São exemplos a ICVM nº 555/14, relevante texto normativo de alicerce para a estrutura fiduciária brasileira, que disciplina a constituição, administração e funcionamento dos fundos de investimentos;⁸⁷ e a ICVM nº 542/01 que regula a “prestação dos serviços de custódia de valores mobiliários”.⁸⁸ Por sua vez, através do poder fiscalizatório, a CVM supervisiona as práticas e agentes do mercado,⁸⁹ podendo, por exemplo, para o pleno exercício do seu dever, examinar e extrair cópias de documentos, intimar pessoas e requisitar informações de qualquer órgão público.⁹⁰ Por fim, é através do poder sancionatório que a CVM, depois de apuradas irregularidades, poderá impor penalidades⁹¹ – que variam desde advertências até suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades – aos agentes que descumprirem qualquer norma legal.⁹²

Portanto, a CVM exerceu grande influência no desenvolvimento da indústria de fundos de investimentos brasileira e atração de capital para o país ao expedir normativos que adequaram as expectativas dos investidores à credibilidade do mercado nacional.⁹³

⁸⁴ CANTIDIANO, Luiz Leonardo apud CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 72.

⁸⁵ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

⁸⁶ Ibidem.

⁸⁷ BRASIL, **Instrução CVM nº 555 de 17 de dezembro de 2014**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst555consolid.pdf>>. Acesso em: 06 de novembro de 2019.

⁸⁸ BRASIL, **Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542.pdf>>. Acesso em: 06 de novembro de 2019.

⁸⁹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

⁹⁰ Vide art. 9º da Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 03 de novembro de 2019.

⁹¹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

⁹² BRASIL, Art. 11 da Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 03 de novembro de 2019.

⁹³ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

Vale ressaltar que embora a autorregulação⁹⁴, cuja instituição expoente no Brasil é a ANBIMA, revele-se uma tendência de prática ao redor do mundo⁹⁵, o objetivo do presente capítulo não é desenvolver estudos sobre o fenômeno regulatório do mercado de capitais brasileiro, mas apresentar, ainda que de forma sucinta, a principal entidade responsável pela expedição de normativos sobre o assunto, delimitando a abordagem às informações mais úteis para o propósito do trabalho, para que se possa construir as bases necessárias para a explicação no próximo capítulo das funções e obrigações dos custodiantes.

4. FUNÇÕES E OBRIGAÇÕES DOS CUSTODIANTES DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS

A dimensão da importância dos custodiantes para a engrenagem fiduciária tem sido objeto de pouco debate na doutrina nacional. Muito se deve a possibilidade do administrador exercer ambas as funções, o que teoricamente dilataria a sua relevância. No entanto, autores como Maria João Romão Carreiro fazem questão de reconhecer a importância desse prestador de serviço para o ambiente financeiro e para a própria existência dos fundos de investimentos⁹⁶:

A estrutura dos fundos comuns de investimento legalmente estabelecida assenta em três entidades: a sociedade de gestão, o depositário e os participantes. [...] O modelo trilateral surge como corolário do entendimento de que não devem encontrar-se num só operador as funções de gestão, de um lado, e de outro, aquelas de execução dos contratos e custódias dos valores constitutivos do fundo.⁹⁷

⁹⁴ Adriano Augusto Teixeira Ferraz explica o termo: “a autorregulação é uma das formas de coordenação realizada pelos agentes econômicos, organizados coletivamente em entidades profissionais privadas e que se materializa por meio da criação de normas de conduta, recomendações, pareceres de orientação e outros documentos de conteúdo normativo, bem como pela fiscalização e aplicação de sanções disciplinares para os que estiverem a ela submetidos. A autorregulação pode ocorrer por meio de imposição ou do reconhecimento oficial do Estado, quando será denominada autorregulação de base legal, ou por meio de vinculação voluntária dos agentes econômicos, hipótese em que será denominada autorregulação de base voluntária. [...] Há várias associações privadas que se propõem a realizar a autorregulação de base voluntária no Brasil. Merece destaque a ANBIMA que estabeleceu inúmeros Códigos de Melhores Práticas e Certificações, que passam a ser obrigatórios para os membros que a elas aderem”. (FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. **A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: a coordenação do mercado por entidades profissionais privadas**. Dissertação de Mestrado FD-UFGM: Belo Horizonte, 2012, p. 151. Disponível em: <https://repositorio.ufmg.br/handle/1843/BUOS-8XNLXN>. Acesso em: 25 de outubro de 2019).

⁹⁵ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

⁹⁶ *Ibidem*.

⁹⁷ VAZ TOMÉ, Maria João Romão Carreiro apud CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 110.

Os ativos dos fundos de investimentos, por exigência normativa⁹⁸ devem ser, regra geral, guardados e registrados em contas individualizadas e “segregadas de outras contas e de posições de titularidade”⁹⁹ daquele que a tutela.¹⁰⁰ Essa atividade é desempenhada pelo custodiante¹⁰¹ que deverá ser obrigatoriamente contratado, caso o administrador não seja autorizado pela CVM para a prestação do serviço.¹⁰²

A atividade de custódia de valores mobiliários foi inicialmente prevista na Lei 6.385 de 1976 que a definia como “o depósito para guarda [...] sem que o depositário, tenha poderes, salvo autorização expressa do depositante em cada caso, para alienar os valores mobiliários depositados ou reuplicar as importâncias recebidas”.¹⁰³

Com o passar dos anos, normativos mais modernos foram elaborados sobre o tema. É o caso da ICVM 542 de 20 de dezembro de 2013 que regula a prestação do serviço de custódia. Segundo o art. 1º, § 2º da referida instrução, os serviços de custódia englobam as seguintes atividades: “(i) o controle das posições dos valores mobiliários; (ii) o tratamento de movimentações; (iii) a guarda física dos valores mobiliários; e (iv) a realização de registros para o depósito centralizado”.¹⁰⁴

⁹⁸ Vide art. 11 da Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013.

⁹⁹ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. Art. 11 da **Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542consolid.pdf>>. Acesso em: 06 de novembro de 2019.

¹⁰⁰ Vide art. 95, § 2º da Instrução CVM nº 555: “Os ativos financeiros cujo emissor for pessoa referida no art. 102, incisos II ou IV devem obrigatoriamente ser objeto de depósito centralizado ou custódia, ressalvados os contratos derivativos”.

¹⁰¹ O sítio de notícias econômicas *infomoney* publicou matéria descrevendo as atribuições dos principais prestadores de serviços da indústria de fundos de investimentos, dentre o qual se inclui o custodiante. Procurou-se na doutrina melhor exposição sobre o tema, tarefa que se mostrou infrutífera. Por isso, transcreve-se aqui a definição didática das funções do custodiante publicada no sítio e encontradas no inquérito policial nº 004/2017-11 DELECOR/SR/PF/SP que investigou possíveis fraudes nos fundos de pensão de algumas empresas estatais e de economia mista brasileiras: “quando você aplica seu dinheiro em um fundo de investimento, não compra diretamente em ativo, mas, sim, cotas do fundo (o gestor é o que faz a compra dos ativos). As suas cotas, por sua vez, têm uma relação direta com os ativos adquiridos e com a valorização (ou desvalorização) destes papéis. Mas os papéis adquiridos pelo gestor não ficam guardados na própria *asset*, mas, sim, em uma empresa contratada para isso: o custodiante. Assim, o custodiante é a empresa responsável por guardar os ativos do fundo. É ela que responde pelos dados e envio de informações dos fundos para os gestores e administradores. Além de guardar os ativos do fundo de investimento, o serviço de custódia engloba a liquidação física e financeira dos ativos – quer dizer, a efetivação da compra e a venda das ações, títulos e demais ativos escolhidos pelo gestor -, e também a administração e informações de eventos associados a esses ativos” (*Infomoney* apud BRASIL, **Inquérito Policial n.º 004/2017-11 DELECOR/SR/PF/SP**. Ministério da Justiça – Polícia Federal. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/dl/relatorio-pf-fraude-fundo-pensao.pdf>>. Acesso em 30 de setembro de 2019.

¹⁰² BRASIL, Art. 78, § 2º, VI da **Instrução CVM nº 555 de 17 de dezembro de 2014**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst555consolid.pdf>>. Acesso em: 06 de novembro de 2019.

¹⁰³ BRASIL, Art. 24, parágrafo único da **Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 12 de novembro de 2019.

¹⁰⁴ BRASIL, Art. 1º, §2º da **Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542consolid.pdf>>. Acesso em: 06 de novembro de 2019.

É de competência também do custodiante executar as “ordens do gestor e/ou administrador e a liquidação das operações financeiras”.¹⁰⁵ Assim, a custódia permite a segregação das atividades de quem toma a decisão de compra de ativos e de quem faz a liquidação¹⁰⁶, promovendo transparência através do *chinese wall*.¹⁰⁷ Esse cenário confere segurança a quem investe e se mostra como mais uma forma de garantia de que os recursos aportados estão sendo utilizados para os fins relacionados às atividades e propósitos do fundo.¹⁰⁸

Vale ressaltar que para a prestação do serviço de custódia é necessária autorização da CVM em que o interessado, “bancos comerciais, múltiplos ou de investimentos, caixas econômicas, sociedades corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários”¹⁰⁹, por exemplo, devem comprovar a capacidade operacional e tecnológica viável para a satisfatória prestação do serviço.¹¹⁰ Não obstante, há a necessidade de elaboração de contrato específico entre o emissor e o custodiante que deverá abranger tópicos como: “(i) procedimento de transmissão de ordens entre o investidor e o custodiante; (ii) o procedimento de guarda física de valores mobiliários; (iii) a possibilidade de contratação de terceiros; e (iv) a descrição dos riscos inerentes aos serviços de custódia”.¹¹¹

¹⁰⁵ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 110.

¹⁰⁶ Segundo o parágrafo único do art. 20 do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas dos Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais, os procedimentos de liquidação se dividem em: “(i) Pré-liquidação, que consiste no conjunto de procedimentos preliminares adotados para garantir a liquidação física e/ou financeira de operações com ativos de clientes, que envolve: a) validação das operações com a instituição intermediária; b) análise e verificação do mandato das pessoas autorizadas, quando aplicável; c) checagem da posição física em custódia, quando aplicável; e d) verificação da disponibilidade de recursos do cliente; (ii) Efetivação, que consiste na liquidação física e/ou financeira mediante o recebimento ou entrega de valores e/ou ativos de titularidade do cliente; e (iii) Emissão, conforme estipulado contratualmente, de documentos que reflitam: a) estoque de ativos financeiros; b) movimentação física e financeira; e c) recolhimento de taxas e impostos”. (BRASIL, Art. 20, parágrafo único do **Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recursos de Terceiros**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/9E/61/69/C4/C0D675106582A275862C16A8/Codigo-de-Servicos-Qualificados_1_.pdf>. Acesso em 20 de setembro de 2019.

¹⁰⁷ Segundo os entendimentos de Renato Luis Bueloni, “entende-se por *chinese wall* o conjunto de procedimentos adotados por uma instituição ou grupo financeiro, com o objetivo de impedir o fluxo de informações privilegiadas e sigilosas para outros setores dessa instituição ou empresa do mesmo grupo, de forma a evitar situações de conflito de interesse e *insider trading*”. (FERREIRA BUELONI, Renato Luis. **Fundos e Clubes de Investimentos. In: Direito, gestão e prática: mercado de capitais/Francisco Sátiro de Souza Júnior, coordenador.** – São Paulo: Saraiva, 2013. – (Série *GVlaw*). Vários Autores, p. 175).

¹⁰⁸ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

¹⁰⁹ BRASIL, Art. 3º da **Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542consolid.pdf>>. Acesso em: 06 de novembro de 2019.

¹¹⁰ *Ibidem*.

¹¹¹ BRASIL, Art. 9º da **Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542consolid.pdf>>. Acesso em: 06 de novembro de 2019.

A ICVM nº 542 estabelece ainda o dever do custodiante de exercer as suas atividades com boa-fé, lealdade e diligência, envidando os seus melhores esforços na busca de uma atuação que preze pela boa guarda dos ativos em custódia e pela integridade na relação com os investidores, evitando situações que privilegiam os seus próprios interesses ou de terceiros relacionados.¹¹² Para tanto, é dever do custodiante disponibilizar ou enviar informações aos investidores que possibilitem o conhecimento dos fatos ocorridos com as cotas de sua titularidade, conferindo transparência à sua atuação.¹¹³

Além do atendimento aos normativos legais, notadamente as regras consagradas na instrução CVM nº 542, a atuação do custodiante deve ser pautada pelo cumprimento das determinações constantes no regulamento do fundo e de qualquer outro contrato firmado necessário para o desempenho da sua atividade de (i) validar, receber, verificar, guardar e providenciar a liquidação dos ativos comprados pelo gestor ou administrador; (ii) de prestar informações, sempre que necessário, aos órgãos reguladores e cotistas; e (iii) de manter diligentemente, e atualizado, todos os documentos comprobatórios das operações realizadas com os valores mobiliários integrantes da carteira do fundo.¹¹⁴

Frisa-se, pois, que os deveres e obrigações constantes na ICVM nº 542 são de observância obrigatória de todos os prestadores de serviço de custódia. No entanto, regras diferenciadas e complementares podem ser aplicadas em outros normativos destinados a fundos específicos. É o caso, por exemplo, dos custodiantes de fundos de investimentos em direitos creditórios, cuja ICVM nº 356/01 estipula atribuições singulares. Portanto, o próximo tópico terá por objetivo analisar as funções singulares impostas aos custodiantes na regulação própria dos FIDC's.¹¹⁵

¹¹² BRASIL, Art. 12 da **Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542consolid.pdf>>. Acesso em: 06 de novembro de 2019.

¹¹³ BRASIL, Art. 13 da **Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542consolid.pdf>>. Acesso em: 09 de novembro de 2019.

¹¹⁴ BRASIL, **Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542consolid.pdf>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

¹¹⁵ A escolha específica dos FIDC's se deu pela importância dos custodiantes para a dinâmica funcional da estrutura fiduciária nesse tipo de fundo. Sem dúvidas, dentre todos os outros, é nos FIDC's que os custodiantes desempenham o seu papel mais relevante. Assim, o tópico será destinado a esclarecer a principal atribuição do custodiante nesse tipo de fundo, qual seja, a exigência de realizar os procedimentos de verificação de lastro dos direitos creditórios. (BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 356 de 17 de dezembro de 2001**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst356consolid.pdf>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019).

4.1 Custodiantes de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios

Em se tratando dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC), os custodiantes adquirem especial importância. Nesse caso, as atribuições impostas a esses agentes são mais específicas do que as de custódia tradicional¹¹⁶, congregando além das responsabilidades mencionadas anteriormente, a relevante e complexa função de realizar os procedimentos de verificação de lastro dos direitos creditórios detidos pelo fundo.¹¹⁷

Na forma da ICVM nº 356/01, os FIDC's são condomínios “que destinam parcela preponderante [...] do patrimônio líquido em direitos creditórios”.¹¹⁸ Trata-se, portanto, de um tipo de fundo que tem como finalidade captar recursos dos cotistas e aplicar, na maioria das vezes, por intermédio do seu gestor, em créditos futuros.¹¹⁹ Marcelo Fernandez Trindade, explica o funcionamento dos FIDC's em voto no Processo CVM RJ 2004/6913:

O FIDC funciona, assim, na maior parte das vezes, como uma entidade destinada à realização de operações semelhantes ao desconto bancário de títulos: os recursos são destinados ao fundo e utilizados pelo administrador para adquirir créditos dos cedentes (que podem ou não ser os credores originários, ou originadores), créditos esses que serão posteriormente pagos pelos devedores, lucrando o FIDC (e portanto os condôminos-cotistas) com a diferença entre a taxa de desconto aplicada na aquisição do crédito, e o custo do dinheiro no mesmo período. Como o prazo de existência do fundo pode ser mais longo (e muitas vezes muito mais longo) que o prazo médio de vencimento dos títulos adquiridos pelo FIDC, a operação de aquisição e recebimento de créditos pode repetir-se inúmeras vezes, ao longo da vida do FIDC.¹²⁰

No decorrer do procedimento de aquisição, é possível que os créditos adquiridos pelo fundo não sejam pagos, hipótese em que caberá ao custodiante realizar a cobrança do devedor, conforme dispõe expressamente o art. 38, inciso VII da ICVM nº 356/01.¹²¹ Também existe a possibilidade de que os créditos negociados e cedidos ao fundo não existam, diga-se, não

¹¹⁶ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2004/6913**, Dir. Relator Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 04 de outubro de 2005. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0002/4682-0.pdf>>. Acesso em: 30 de outubro de 2019.

¹¹⁷ Vide art. 38, inciso I da **Instrução CVM nº 356 de 17 de dezembro de 2001**.

¹¹⁸ BRASIL, Art. 2º, inciso III da **Instrução CVM nº 356 de 17 de dezembro de 2001**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst356consolid.pdf>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

¹¹⁹ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2004/6913**, Dir. Relator Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 04 de outubro de 2005. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0002/4682-0.pdf>>. Acesso em: 30 de outubro de 2019.

¹²⁰ *Ibidem*, p. 2.

¹²¹ *Ibidem*.

tenham lastro em qualquer ativo que o constitua ou que o crédito deixe de ser exigível por fatores supervenientes.¹²²⁻¹²³ Nesses casos, é de responsabilidade do custodiante receber e verificar “as documentações que evidenciem o lastro dos direitos creditórios”.¹²⁴ Assim, embora o cedente, regra geral, seja responsável pela inexistência dos créditos, caberá ao custodiante do FIDC atestar a sua validade¹²⁵, tanto no momento da cessão quanto durante o funcionamento do fundo em períodos trimestrais.¹²⁶ Sobre a aparente contradição, Marcelo Trindade, didaticamente, explica as razões para a exigência normativa:

A primeira decorre da já citada característica básica do FIDC, que é a de normalmente não envolver a análise de crédito do originador ou do cedente, mas sim a da qualidade da carteira de recebíveis (e a capacidade de geração de tal carteira pelo originador). Sendo isto verdade, o fato de o cedente eventualmente responder pelos títulos inexistentes não deve ser considerado quando da cessão dos créditos, pois o interesse do fundo está concentrado nos recebíveis. Assim, exige-se que o custodiante verifique o lastro dos direitos creditórios, pois é este lastro (a operação ou negócios que deu origem ao crédito) que fará com que o crédito seja exigível dos devedores finais. O segundo benefício parece ser o desestímulo à fraude por parte do originador ou do cedente, que poderiam transferir de má-fé ao fundo créditos não lastreados em efetivas operações ou negócios. A existência de uma verificação pelo custodiante diminui a possibilidade de ocorrer tal fraude.¹²⁷

O escopo de atuação do custodiante na análise do lastro dependerá do tipo de direito creditório a ser verificado. Entretanto, a execução demanda uma tarefa investigativa que envolve, a título exemplificativo, atividades como a inspeção de documentos originais, verificação de

¹²² Marcelo Trindade explica que “a inexistência superveniente do crédito poderá ocorrer [...] com boa ou má-fé do originador, quando, após a transferência, o crédito extinguir-se”. Para maior entendimento sobre o assunto vide o Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2004/6913. (BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2004/6913**, Dir. Relator Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 04 de outubro de 2005. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoaes/anexos/0002/4682-0.pdf>>. Acesso em: 30 de outubro de 2019, p. 3.)

¹²³ Ibidem.

¹²⁴ BRASIL, Art. 38 da **Instrução CVM nº 356 de 17 de dezembro de 2001**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst356consolid.pdf>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

¹²⁵ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2004/6913**, Dir. Relator Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 04 de outubro de 2005. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoaes/anexos/0002/4682-0.pdf>>. Acesso em: 30 de outubro de 2019.

¹²⁶ BRASIL, Art. 38, inciso III da **Instrução CVM nº 356 de 17 de dezembro de 2001**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst356consolid.pdf>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

¹²⁷ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2004/6913**, Dir. Relator Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 04 de outubro de 2005. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoaes/anexos/0002/4682-0.pdf>>. Acesso em: 30 de outubro de 2019, p. 3.

arquivos eletrônicos, conferência de notas fiscais e análises de contratos¹²⁸ para a constatação ou não de garantias do crédito. Tendo em vista que, em geral, a carteira dos FIDC's é composta por uma grande quantidade de direitos creditórios, a análise pormenorizada do lastro de cada um se tornaria excessivamente custoso e impraticável.¹²⁹ Por isso, atualmente, desde que permitida em regulamento, a verificação poderá ser realizada por amostragem, em que apenas um excerto da carteira é analisado.¹³⁰

Ressalta-se que embora a análise e recebimento dos documentos que evidenciem o lastro dos direitos creditórios¹³¹ seja de competência dos custodiantes, a ICVM nº 356/01 possibilita a contratação de terceiros, “sem delegação da responsabilidade administrativa”¹³², para realizar a verificação, desde que não sejam o originador do crédito, o cedente, partes relacionadas, o consultor especializado do fundo ou seu gestor.¹³³

Verifica-se, portanto, que a CVM tem buscado através da expedição de instruções normativas delinear com precisão as funções dos custodiantes. Trata-se de uma demanda antiga dos *players* do mercado de capitais que via na falta de normativos específicos sobre o tema a ausência de diretrizes para solucionar situações de impasse envolvendo as atividades de administração e custódia. No entanto, apesar do avanço legislativo, ainda permanecem uma variedade de situações em que há dificuldade na singularização das responsabilidades desses prestadores de serviços.

O presente capítulo buscou apresentar algumas das principais obrigações atribuídas normativamente aos custodiantes, sem, contudo, ter a pretensão de abordá-las exaustivamente. Esse cenário se mostra relevante para que se possa no próximo capítulo analisar com detalhes os deveres e responsabilidades desse prestador de serviço na indústria brasileira.

¹²⁸ SOCOPA. **Anexo A - Custódia de FIDC – Lastros - Roteiro de Procedimentos: OPS-02/A v.3, 2017**. Disponível em: <https://www.socopa.com.br/wp-content/uploads/2018/01/CustodiaFIDC_Lastros.pdf>. Acesso em 04 de setembro de 2019.

¹²⁹ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2004/6913**, Dir. Relator Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 04 de outubro de 2005. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0002/4682-0.pdf>>. Acesso em: 30 de outubro de 2019.

¹³⁰ BRASIL, Art. 38, § 1º da **Instrução CVM nº 356 de 17 de dezembro de 2001**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst356consolid.pdf>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

¹³¹ BRASIL, Art. 38, inciso II e III da **Instrução CVM nº 356 de 17 de dezembro de 2001**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst356consolid.pdf>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

¹³² BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2004/6913**, Dir. Relator Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 04 de outubro de 2005. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0002/4682-0.pdf>>. Acesso em: 30 de outubro de 2019, p. 3.

¹³³ BRASIL, Art. 38, § 7º da **Instrução CVM nº 356 de 17 de dezembro de 2001**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst356consolid.pdf>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

5. DEVERES E RESPONSABILIDADE DOS CUSTODIANTES DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS

Em 1986, Reiner Kraakman sintetizou as preocupações sobre os deveres e responsabilidades de agentes no mercado de valores mobiliários ao formular o seguinte questionamento: “*when should we impose liability on parties who, although not the primary authors or beneficiaries of misconduct, might nonetheless be able to prevent it?*”.¹³⁴

Não se ambiciona responder à pergunta genérica de mais de três décadas, mas expor despretensiosamente o principal motivo para o caso dos custodiantes. A relação fiduciária existente entre o cotista - que se abstém por impossibilidade normativa de qualquer ingerência ativa nos procedimentos de gestão e compra dos ativos que compõe a carteira do fundo¹³⁵ - e os administradores e gestores, gera, naturalmente, em função do distanciamento, um cenário de assimetria de informações que viabiliza a possibilidade de práticas abusivas e desvios de finalidades por parte desses prestadores de serviços.¹³⁶ A ocorrência de conflito de interesse é uma das situações que podem ocorrer em casos como: (i) operações em que o fundo adquire títulos do próprio gestor ou (ii) com a prática conhecida no mercado como “rebote”¹³⁷, conforme expõe Cláudia Gontijo, Leopoldo Grajeda e Daniel Jacob:

[...] Outra prática imoral, mas nada incomum no mercado de fundos, é fazer um número desnecessariamente grande de operações, de modo que boa parte dos ganhos do investidor resultantes da valorização das ações transforma-se em altos custos de corretagem. Parte dessa corretagem costuma ser devolvida ao gestor do fundo, numa prática conhecida no mercado como ‘rebote’. Isso quando o dono da corretora não é o próprio administrador do fundo, como ocorre na maioria dos bancos.¹³⁸

Nesse contexto, importante função tem o custodiante ao fiscalizar parcialmente tais atividades¹³⁹, realizando a guarda, registro, controle de eventos, individualização da conta e

¹³⁴ KRAAKMAN, Reinier H. *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*. *Journal of Law, Economics, & Organization*, vol. 2, no. 1, 1986, pp. 53–104. Disponível em: <www.jstor.org/stable/764916>. Acesso em: 05 de outubro de 2019.

¹³⁵ BRASIL, **Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542consolid.pdf>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

¹³⁶ GONTIJO, Cláudio; GRAJEDA, Leopoldo; JACOB, Daniel. **Fundos de Investimentos no Brasil**. Série Investidor Consciente – v.1. Belo Horizonte: Instituto de Pesquisas em Finanças & Investimentos, 2011.

¹³⁷ Ibidem.

¹³⁸ Ibidem, p. 6.

¹³⁹ Tal entendimento depreende de interpretação do art. 81 da Instrução CVM nº 555 de 17 de dezembro de 2014 que “veda aos custodiantes a execução de ordens que não estejam diretamente vinculadas às operações do fundo”. (BRASIL, Instrução CVM nº 555 de 17 de dezembro de 2014).

execução de ordens¹⁴⁰ em consonância com os normativos legais e políticas constantes no regulamento do fundo.¹⁴¹ A ausência de qualidade na condução dos processos, situações omissas ou até práticas intencionalmente fraudulentas podem causar inúmeros prejuízos aos investidores. Portanto, para evitar danos à poupança popular e forçar uma atuação mais diligente, os órgãos regulatórios impuseram deveres e obrigações ao custodiante, forçando-o a “zelar pela boa guarda”¹⁴² e integridade de todas as ações no curso das aplicações nos fundos de investimentos.^{143_144}

De fato, a atuação do custodiante deve ser pautada, conforme assenta Ruy Rosado por “redobrado dever de lealdade, informação e proteção, pois lhe incumbe não apenas evitar a frustração do objetivo perseguido como também impedir a perda de vantagens razoavelmente esperadas”.¹⁴⁵ O custodiante tem o dever de atuar protetivamente em relação as ações dos demais prestadores de serviços e manter uma relação de fidúcia com os investidores, por isso, impõe-se a eles “estritos deveres de cuidado, [...] ultrapassando a simples honestidade”.¹⁴⁶ A CVM consagra essa preocupação no art. 12, inciso I da ICVM nº 542 ao exigir dos custodiantes o exercício das atividades pautados na “boa-fé, diligência e lealdade em relação aos interesses dos investidores”.¹⁴⁷

Assim, a atribuição de deveres e responsabilidades aos custodiantes são ferramentas necessárias para mitigar riscos, conferir credibilidade e garantir hígidez ao mercado de capitais,

¹⁴⁰ BRASIL, **Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542consolid.pdf>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

¹⁴¹ Situações como as mencionadas poderiam ser minoradas por práticas de divulgação de informações, segregação de atividades e a instituição de um *compliance* atuante. No entanto, busca-se evidenciar e valorizar a atuação dos custodiantes de fundos de investimentos como prestador de serviço para a engrenagem e dinâmica do mercado, motivo pelo qual, não se adentrará nos detalhes das referidas atividades.

¹⁴² BRASIL, Art. 12, inciso II da **Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542consolid.pdf>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

¹⁴³ O desenho institucional e regulatório das regras de responsabilidade dos custodiantes é uma preocupação mundial que vem sendo alimentada com mais vigor desde a crise financeira mundial de 2008. Marcelo Barbosa, atual presidente da CVM destaca *que* “um mercado de capitais ganha em competitividade quando suas regras, além de oferecerem proteção adequada aos investidores, são claras e não impõem aos seus participantes ônus desproporcionais aos benefícios que a regulação procura oferecer”. (Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2018/20181213-1.html>>. Acesso em 04 de setembro de 2019).

¹⁴⁴ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

¹⁴⁵ JÚNIOR, Ruy Rosado de Aguiar. **Aspectos Dos Fundos De Investimento**. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luis Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Organizadores). Estudos jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha. Ribeirão Preto: Migalhas, Vol. 3, 2012, p. 294-295

¹⁴⁶ SALOMÃO NETO, Eduardo. **O Trust e o Direito Brasileiro**. São Paulo: LTR, 1996. p. 43.

¹⁴⁷ BRASIL, Art. 12, inciso I da **Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542consolid.pdf>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

uma vez que sinalizam ao investidor que existem mecanismos que podem servir como inibidor para atuações não profissionais desses agentes no trato com os recursos de terceiro. A CVM ao regulamentar os fundos e impor restrições de conduta a esses prestadores de serviço tem a nítida preocupação de proteger os investidores, especialmente aqueles que não estão familiarizados com o mercado de capitais.¹⁴⁸⁻¹⁴⁹ Desse modo, embora as normas que versam sobre os fundos de investimentos sejam em sua grande maioria analíticas¹⁵⁰, as obrigações dos custodiantes podem ser sintetizadas em quatro deveres, extraídos a partir da ICVM nº 542, quais sejam: (i) boa-fé; (ii) diligência; (iii) lealdade; e (iv) “obediência (às normas aplicáveis e ao regulamento)”¹⁵¹.

Portanto, o ponto de partida para o presente capítulo será a análise desses principais deveres atribuídos aos custodiantes dos fundos de investimentos, notadamente, os deveres de agir com diligência e lealdade.¹⁵²⁻¹⁵³ Posteriormente, serão analisadas as possibilidades de responsabilidades civil, administrativa e penal. A divisão entre os deveres e responsabilidades foi escolhida em função da primeira surgir antes e independente da segunda.¹⁵⁴

¹⁴⁸ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

¹⁴⁹ A atuação dos custodiantes encontra limite de duas ordens, quais sejam: (i) legal, uma vez que se atuam em desconformidade com os normativos expedidos, ultrapassam a discricionariedade, e, portanto, cometem ilícitos; e (ii) contratuais ou regulamentares, já que o regulamento do fundo ou contratos determinam as balizas de atuação desses prestadores (PENTEADO, Mauro Rodrigues; Munhoz, Eduardo Secchi (coord.) – **Mercado de Capitais Brasileiro: Doutrina, Cases e Materials**. São Paulo: Quartier Latin, 2012).

¹⁵⁰ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

¹⁵¹ *Ibidem*, p. 131.

¹⁵² Entendendo que o princípio da boa-fé deve reger todas as relações, sendo, portanto, um estado de espírito que deve pautar todos os agentes, não se dedicará tópico específico para a sua análise. Assim, incorpora-se a obrigação de boa-fé ao dever de lealdade na presente obra, conforme assenta Alfredo Sérgio Lazzareschi: “dentro do dever de lealdade está inserida a obrigação de [...] agir com boa-fé e para fins legítimos, devendo atuar sempre honestamente no exercício de suas atribuições e no desempenho dos deveres de seu cargo”. (LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das sociedades por ações anotada**. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 453.)

¹⁵³ A obediência aos normativos aplicáveis e regulamento do fundo é uma decorrência lógica e autoexplicativa de atuação do custodiante. Por isso, não se dedicará tópico específico para esmiuçar o assunto.

¹⁵⁴ CORREIA, Luís Brito. **Os administradores de sociedades anônimas**. Coimbra: Almedina, 1993.

5.1 DEVERES DOS CUSTODIANTES

5.1.1 Dever de Diligência

O dever de diligência é considerado, por muitos, como a “pedra de toque”¹⁵⁵ da atuação dos agentes do mercado de capitais. Trata-se de padrão-chave de comportamento que a ICVM nº 542 impõe expressamente ao custodiante¹⁵⁶ e “do qual se desdobram os demais deveres”.¹⁵⁷

Embora seja um “padrão de conduta”¹⁵⁸ abstrato e genérico, a adoção de um modelo mais objetivo¹⁵⁹ se revelaria inviável, já que seria demasiadamente rígido para certos casos e muito simples para outros.¹⁶⁰ Por isso, a dimensão do dever de diligência é analisada de acordo com as circunstâncias e elementos do caso em concreto.¹⁶¹

A diligência exigida dos custodiantes é a ordinária, isto é, não se demanda do prestador de serviço uma atuação atípica.¹⁶² Nesse ponto, vale ressaltar o entendimento firmado no Ofício-Circular/CVM/SIN/6/2014 que destaca que o dever de diligência “implica, minimamente, na adoção de práticas consistentes, objetivas e passíveis de verificação, que sejam suficientes não só para entender e mensurar os riscos associados aos ativos investidos, como também para garantir um padrão aceitável de controle”.¹⁶³

Nesse sentido, para verificar o cumprimento da adoção de práticas adequadas e delinear a atuação diligente dos prestadores de serviços, a doutrina nacional tem se baseado na experiência da *commom law* norte-americana, subdividindo o dever de diligência em outros três deveres, quais sejam: o dever de vigilância, o dever de se informar e o dever de investigar.¹⁶⁴

¹⁵⁵ **Direito das Companhias**/coord. Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira. – 2. ed., atual. e ref. – Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 799.

¹⁵⁶ Vide art. 12, inciso I da **Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013**.

¹⁵⁷ **Direito das Companhias**/coord. Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira. – 2. ed., atual. e ref. – Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 799.

¹⁵⁸ *Ibidem*, p. 800.

¹⁵⁹ Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, entendem por conceitos mais objetivos, um rol exemplificativo ou exaustivo. (**Direito das Companhias**/coord. Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira. – 2. ed., atual. e ref. – Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 800).

¹⁶⁰ *Ibidem*.

¹⁶¹ TEPEDINO, Gustavo. **Novos Princípios Contratuais e Teoria da Confiança: a exegese da cláusula to the best knowledge of the sellers**. Disponível em: <<http://www.tepedino.adv.br/wp/wpcontent/uploads/2012/09/biblioteca13.pdf>>. Acesso em: 20 de outubro de 2019.

¹⁶² **Direito das Companhias**/coord. Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira. – 2. ed., atual. e ref. – Rio de Janeiro: Forense, 2017.

¹⁶³ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Ofício-Circular/CVM/SIN/6/2014**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sin/anexos/oc-sin-0614.pdf>>. Acesso em 20 de outubro de 2019.

¹⁶⁴ **Direito das Companhias**/coord. Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira. – 2. ed., atual. e ref. – Rio de Janeiro: Forense, 2017.

Sobre o primeiro, a vigilância que se requer do custodiante se refere “em princípio, não a atos específicos, mas sim a uma vigilância geral, no sentido de monitorar o andamento dos negócios e a execução [...] das decisões tomadas”.¹⁶⁵ Implica-se, desta forma, no monitoramento das ações tomadas no curso da gestão e administração dos fundos de investimentos, sem contudo, forçar uma obrigação de analisar minuciosa e detalhadamente todas as operações conduzidas no dia a dia do fundo, já que isso geraria uma “responsabilidade incompatível”¹⁶⁶ para o prestador e comprometeria o pleno funcionamento da engrenagem fiduciária.¹⁶⁷

O dever de se informar, por sua vez, revela-se outro importante mecanismo para a atuação do custodiante diligente. Traduz-se no dever de se manter atualizado e buscar informações adequadas para o desempenho de suas tarefas.¹⁶⁸ Sobre o assunto Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões destacam:

Evidentemente, a questão [...] precisa ser compreendida com um grão de sal, já que o nível de informação necessária dependerá, entre outros fatores, de conhecimento prévio relacionado ao assunto objeto de apreciação [...], a quantidade de informação disponível, o custo da obtenção de mais informações, o tempo necessário para se produzir a informação, a necessidade de premência para se decidir.¹⁶⁹

Por fim, o dever de investigar consiste na apuração dos fatos que o custodiante “tome conhecimento ou que despertem algum interesse em particular”,¹⁷⁰ isto é, a atuação do custodiante não deve ser apenas passiva, pelo contrário, deve ser marcada por análise e escrutínio das informações recebidas e indagações de outras que julgar necessário.

Na prática, o dever de diligência pode ser evidenciado através dos julgamentos administrativos da CVM. No Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/12081, a autarquia analisou se o custodiante atuou de maneira diligente no processo de transferência de custódia de um fundo:

Em análise da resposta do Banco Petra, a Acusação afirmou que por certo, ao assumir a custódia do FIDC Creditmix, o Banco Petra teria herdado problemas relativos à guarda física e à organização da documentação relativa aos lastros dos direitos creditórios que compunham a carteira do fundo. No entanto,

¹⁶⁵ Ibidem, p. 806.

¹⁶⁶ Ibidem, p. 806.

¹⁶⁷ Ibidem.

¹⁶⁸ Ibidem.

¹⁶⁹ Ibidem, p. 805.

¹⁷⁰ Ibidem, p. 807.

segundo a Acusação, o Banco Petra não teria demonstrado ter atuado de forma diligente quando da recepção da custódia do fundo, pois deveria ter exigido do custodiante anterior a entrega de toda a documentação necessária à comprovação do lastro da carteira do FIDC Creditmix. Além disso, o Banco Petra também não teria comprovado qualquer esforço na tentativa de mapear a situação em que se encontravam documentos necessários para comprovar o lastro dos milhares de direitos creditórios de titularidade do fundo, limitando-se a tentar resolver especificamente a situação dos dez documentos solicitados pela SFI.¹⁷¹

Assim, nesse caso, o custodiante faltou com o dever de diligência ao não buscar informações adicionais que comprovassem o lastro dos direitos creditórios que faziam parte da carteira do fundo, muito embora, a verificação fosse realizada trimestralmente por uma empresa de auditoria. Faltou ao custodiante a diligência para manter, conforme o art. 38, inciso VI da ICVM nº 356/01, documentação atualizada sobre os direitos creditórios detidos pelo fundo. A SIN ressaltou o entendimento da Procuradoria Federal Especializada da CVM sobre a “existência de impeço jurídico à delegação da custódia de direitos creditórios, de determinado FIDC, a um terceiro não autorizado, por força do disposto nos arts. 2º inciso X; 38 e 39, § 2º da Instrução CVM nº 356/2001”.¹⁷²

5.1.2 Dever de Lealdade

Seguindo a linha do artigo 12, inciso I da ICVM nº 542/13, outro dever exigido na atuação dos custodiantes é o de lealdade. Trata-se de mais uma importação do direito norte-americano, que baseado no *standard of loyalty*, impõe ao custodiante um comportamento, pautado pela observância do regulamento, dos contratos firmados e normas legais aplicáveis, de servir aos interesses dos cotistas e do fundo.¹⁷³

O dever de lealdade é uma das bases da relação entre o custodiante e o investidor¹⁷⁴, pois traduz o espírito de confiança que vincula ambos. O Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recursos de Terceiros, define a relação fiduciária

¹⁷¹ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/12081**, Dir. Relator Henrique Machado, julgado em 18 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190618_PAS_CVM_RJ2014_12081_relatori_o_diretor_henrique_machado.pdf>. Acesso em 20 de outubro de 2019, p. 55.

¹⁷² BRASIL, **MEMO/PFECVM/GJU-1/nº 129/2011** (fls. 662-664). Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190618_PAS_CVM_RJ2014_12081_relatori_o_diretor_henrique_machado.pdf>. Acesso em 20 de outubro de 2019.

¹⁷³ **Direito das Companhias**/coord. Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira. – 2. ed., atual. e ref. – Rio de Janeiro: Forense, 2017.

¹⁷⁴ *Ibidem*.

como “relação de confiança e lealdade que se estabelece entre os investidores e a Instituição Participante no momento em que lhe é confiada a prestação de serviço para a qual foi contratada”.¹⁷⁵

Vale ressaltar que embora conceitos próximos, o dever de lealdade não se confunde com o dever de diligência. Nesse sentido, destaca Gustavo Machado, Diretor da CVM:

Embora tenham conteúdos diferentes, os deveres de diligência e lealdade são bastante próximos. Em uma abordagem simplista, pode-se dizer que o dever de diligência se associa ao modo de atuação [...], sendo usualmente analisado sob uma perspectiva meramente procedimental. Já o dever de lealdade avança no conteúdo das decisões tomadas [...], buscando verificar a existência de um interesse extra-social e a ação ou omissão dolosa em detrimento dos acionistas ou cotistas, conforme o caso. A interpenetração entre os dois deveres é clara e as fronteiras que os separam não podem ser delimitadas de modo absolutamente objetivo. Há quem diga que o dever de lealdade decorre do dever de diligência. Nessa perspectiva, pode-se defender que a diligência antecede à lealdade, no sentido de que o [...] *[prestador de serviço]*¹⁷⁶ pode agir sem diligência sem ser desleal, mas em toda falta de lealdade, há também (ou primeiramente) uma falta de diligência. Alternativamente, pode-se dizer que a questão vai além de uma mera precedência, uma vez que as discussões de diligência e lealdade se relacionam, respectivamente, a condutas culposas e dolosas.¹⁷⁷

Portanto, o dever de lealdade expressa a imposição de uma atuação honesta, com zelo e sempre lastreada na boa-fé que deve ser “absoluta, indivisa e integral”¹⁷⁸, não abrindo margem para qualquer tipo de afrouxamento.¹⁷⁹

5.2 RESPONSABILIDADE DOS CUSTODIANTES

Os prestadores de serviço da indústria de fundos devem seguir as regras estipuladas na regulamentação específica pertinentes à sua atividade, além das obrigações contratuais

¹⁷⁵ BRASIL, Art. 1º, inciso XL do **Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recursos de Terceiros**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/FC/A3/A8/D3/87B23610BC78823678A80AC2/Codigo-Administracao-Recursos-Terceiros_02_01_2019.pdf>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

¹⁷⁶ Acrescentado ao texto original.

¹⁷⁷ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/4271**, Dir. Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 8 de janeiro de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190108_PAS_CVM_2016_4271_voto_direto_r_gustavo_gonzalez.pdf>. Acesso em: 20 de outubro de 2019, p. 5-6.

¹⁷⁸ **Direito das Companhias**/coord. Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira. – 2. ed., atual. e ref. – Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 822.

¹⁷⁹ *Ibidem*.

estabelecidas. Em caso de descumprimento dos deveres, existe a possibilidade de responsabilização de natureza civil, administrativa e penal.¹⁸⁰

A carência de jurisprudência consolidada¹⁸¹ nas esferas civil e penal envolvendo os custodiantes de fundos de investimentos expõe duas grandes questões: a primeira, é a dificuldade de elaborar um trabalho acadêmico que se propõe a analisar esse tema. A segunda, é a natural pressuposição, embora altruística, de que a escassez de jurisprudência sobre o assunto é um indício de que o mercado de capitais e a prestação de serviço de custódia tem sido conduzido de maneira diligente nos últimos anos.

No presente tópico serão analisadas sumariamente as três esferas de responsabilização a que estão sujeitos os custodiantes de fundos de investimentos e/ou a pessoa física responsável pela custódia.

5.2.1 Responsabilidade Civil

Caio Mário da Silva ao discorrer sobre o tema aponta que “pacífico é o direito e unânime a doutrina ao enunciar, em termos gerais, o princípio da responsabilidade, proclamando, sem contradita e sem reboços, que a vítima de uma ofensa a seus direitos e interesses receberá reparação”.¹⁸² No entanto, a doutrina nacional considerou por razoável período de tempo a impossibilidade de responsabilização civil de pessoas jurídicas de direito privado em razão da “natureza jurídica da entidade”¹⁸³, sob o fundamento de que:

Predominando por um bom tempo na doutrina a ‘teoria da culpa’ e pressupondo esta um ato de vontade, a responsabilidade civil seria incompatível com a caracterização da pessoa moral como um ‘ente fictício’. Sendo, como muitos a entendiam, uma ‘ficção’, a pessoa jurídica seria ‘incapaz de querer’ e, em consequência, não seria possível imputar-lhe o fato danoso. Por outro lado, não dispondo de órgãos físicos que permitam uma ação direta e, devendo elas mesmas proceder por ação ou omissão de seus prepostos e de seus órgãos, seriam esses os responsáveis e não a pessoa jurídica, contra os quais o lesado haveria de agir. Se se entendesse que os dirigentes e empregados são os seus ‘representantes’, a consequência seria a irresponsabilidade dela pelos danos causados a terceiros, porque não se compreende a outorga de poderes para a prática de ato ilícito e, não existe representação sem outorga de poderes.¹⁸⁴

¹⁸⁰ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

¹⁸¹ Disponível em: <<https://www.pvg.com.br/pvg-mais/decisao-do-fide-trendbank-e-um-marco-na-limitacao-da-responsabilidade-de-administradores-e-custodiantes-de-fundos>>. Acesso em: 20 de outubro de 2019.

¹⁸² PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**/Caio Mário da Silva; atualizador Gustavo Tepedino. – 10. ed. rev. atual. – Rio de Janeiro: GZ Ed., 2012, p. 22.

¹⁸³ Ibidem, p. 160.

¹⁸⁴ Ibidem, p. 161.

Cuida-se, portanto, de um argumento que não deve prosperar, uma vez que conforme expõe Michoud “a responsabilidade de pessoa jurídica, pelos atos de seus órgãos, não é uma indireta como se se tratasse de um preponente, pelos atos de seus prepostos, porém uma responsabilidade direta, porque aos olhos da lei são seus próprios atos”.¹⁸⁵

Assim, ao receberem e aceitarem a autorização concedida pela CVM para operar no mercado de capitais, os custodiantes assumem deveres e obrigações regulamentares, normativas e legais que devem ser respeitadas.¹⁸⁶ Caso haja o descumprimento de um dever preexistente, isto é, a prática de ato ilícito¹⁸⁷, que gere danos aos investidores ou mercado¹⁸⁸, haverá a necessidade de reparação, nos moldes do que estabelece o artigo 927¹⁸⁹ do Código Civil brasileiro.

No direito positivo brasileiro, a responsabilidade civil pode ser fragmentada em responsabilidade contratual e responsabilidade extracontratual. A primeira seria a que decorre do descumprimento de um dever obrigacional pactuado.¹⁹⁰ Por sua vez, a segunda seria consoante Mário Tavernard “formada pela conexão de três elementos: ato ilícito, representado pelo descumprimento de um dever; a consumação do dano; e por fim, a existência de nexo de causalidade entre o ato ilícito do agente e o dano perpetrado”.¹⁹¹

Embora o parágrafo único do artigo 927 do Código Civil prescreva a obrigação de reparação do dano independentemente de culpa, a aplicação da responsabilidade objetiva traduzida pelo referido dispositivo é excepcional e em casos em que haja o desempenho de atividades perigosas.¹⁹² Os riscos envolvidos nas aplicações no mercado de capitais são decorrentes da própria natureza do investimento e não da atuação do custodiante que apenas presta o serviço. Portanto, não há que se falar que o desempenho da sua atividade é perigosa.

¹⁸⁵ MICHOU D apud Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**/Caio Mário da Silva; atualizador Gustavo Tepedino. – 10. ed. rev. atual. – Rio de Janeiro: GZ Ed., 2012, p. 162.

¹⁸⁶ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

¹⁸⁷ Vide artigos 186 e 187 da Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002.

¹⁸⁸ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

¹⁸⁹ BRASIL, Art. 927 da Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002: “Aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo”. (Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Acesso em: 10 de outubro de 2019).

¹⁹⁰ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

¹⁹¹ Ibidem, p. 133.

¹⁹² BRASIL, Art. 927 da **Lei 10.406 de 10 de janeiro de 2002**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm>. Acesso em: 10 de outubro de 2019.

Nesse sentido, a responsabilidade do custodiante, em caso do cometimento de ilícito, será subjetiva, sujeita a comprovação da ação ou omissão culposa.¹⁹³

Nenhum normativo da CVM ou dispositivo legal explora a possibilidade de responsabilização objetiva desse prestador de serviço.¹⁹⁴ Há, no entanto, regras, obrigações e funções que devem ser seguidas pelos custodiantes, formando um sistema de atuação de meio e não de fim.¹⁹⁵ Vale ressaltar que, ao aderir ao regulamento do fundo, o cotista atesta a sua ciência aos riscos envolvidos. Portanto, caso haja uma atuação diligente por parte do custodiante, não faz sentido a responsabilização pelo insucesso do investimento.¹⁹⁶

Não obstante, se revela importante esclarecer que a ICVM nº 542 exige que no momento do requerimento solicitando a autorização para a prestação dos serviços, o custodiante indique “(i) um diretor estatutário responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas pela instrução; e (ii) um diretor estatutário responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos”¹⁹⁷ que devem agir com “probidade, boa-fé, ética profissional, empregando no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência esperados de um profissional em sua posição”.¹⁹⁸ Assim, caso seja comprovado a existência de danos ao fundo e ao mercado causado pela entidade responsável pela custódia, as pessoas físicas serão solidariamente responsáveis. Conforme assenta Mário Tavernard: “*in casu*, configura-se uma presunção relativa, *iuris tantum*, de que essa pessoa, a qual estaria incumbida de zelar pela observância da conduta [...] *[do custodiante]*”¹⁹⁹, teria sido, no mínimo, negligente”.²⁰⁰ O mesmo se aplica caso o custodiante contrate terceiros, nos moldes do artigo 18 da ICVM nº 542, para o desempenho de algumas atividades, isto é, o custodiante assumirá em virtude de uma obrigação contratual, a responsabilidade solidária pelos atos contrários ao regulamento, normativos expedidos pela CVM ou dispositivos legais que o contratado praticar.^{201_202}

¹⁹³ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

¹⁹⁴ Ibidem.

¹⁹⁵ Ibidem.

¹⁹⁶ Ibidem.

¹⁹⁷ BRASIL, Art. 16, incisos I e II da **Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542consolid.pdf>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

¹⁹⁸ BRASIL, Art. 16, § 3 da **Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542consolid.pdf>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

¹⁹⁹ Acrescido ao texto original.

²⁰⁰ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 136.

²⁰¹ Ibidem.

²⁰² A própria instrução CVM nº 542, no artigo 18, prevê que: “§ 2º A contratação de terceiros, [...] não altera as responsabilidades do custodiante, que permanece responsável pelo cumprimento das obrigações assumidas perante

A responsabilidade civil dos custodiantes de fundos de investimentos não é comum de se ver na prática. A busca por exemplos práticos se revelou extremamente dificultosa pela falta de um sistema de pesquisa processual nacional e preciso. Contudo, o Processo nº 1106354-04.2015.8.26.0100 que corre no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, envolvendo o FIDC TREND BANK (“FIDC”) expressa a propositura de ações de reparo na justiça comum em face de um custodiante.

No caso, o custodiante do FIDC não recebeu e analisou os documentos referentes ao lastro dos direitos creditórios adquiridos pelo fundo, que se revelaram, em muitos dos casos, supostamente inexistentes, inexigíveis ou fraudulentos.²⁰³⁻²⁰⁴ Conforme mencionado anteriormente, a verificação de lastro é uma das obrigações impostas pela ICVM nº 356/01 aos custodiantes de FIDC’s.

Não se adentrará no mérito do ato [ou omissão] do custodiante, apenas na situação fática. Em virtude das perdas financeiras, o FIDC TREND BANK, por intermédio do novo administrador, reivindicou na justiça paulista o ressarcimento dos prejuízos “relativos a investimento realizado em uma carteira de créditos [...], em face da antiga gestora e dos antigos administradores e custodiantes do fundo”.²⁰⁵ Embora o pleito tenha sido julgado improcedente na primeira instância, tendo em vista que o custodiante demonstrou “não ter relação com o dano verificado e/ou ter agido com diligência e cumprido com as obrigações que lhe cabia à época”²⁰⁶, a ilustração do caso serve para demonstrar a possibilidade de um custodiante figurar no polo passivo de uma ação de responsabilização civil.

terceiros e do disposto nesta Instrução e nas regras estabelecidas pelo depositário central, quando houver”. Além disso, estipula no § 3º que “os contratos firmados [...] devem conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o custodiante contratante e os terceiros contratados, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude das condutas contrárias à lei, ao regulamento e aos atos normativos expedidos pela CVM”. (BRASIL, Instrução CVM nº 542 de 20 de dezembro de 2013. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542consolid.pdf>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019).

²⁰³ No termo de acusação a CVM afirma que “ao não receber e analisar a documentação relativa ao lastro dos direitos creditórios adquiridos pelo Fundo, por certo o BANCO SANTANDER [custodiante] facilitou a execução da operação fraudulenta conduzida pelo TREND BANK FOMENTO e seu diretor responsável, descrita ao longo da Seção B.3 do presente termo de acusação. Por certo, uma atuação do BANCO SANTANDER em linha com o disposto na Instrução CVM nº 356 poderia ser suficiente para identificar, no recebimento da documentação referente ao lastro dos direitos creditórios que eram adquiridos pelo Fundo, ainda que de forma amostral, as diversas irregularidades [...] como, por exemplo, duplicatas sem numeração, com numeração repetida, sem assinatura do sacado, ou mesmo sem o correspondente suporta das notas fiscais relativas às vendas mercantis ou de prestação de serviços.” (BRASIL, **Procedimento Investigatório Criminal nº 1.16.000.0002520/2016-15**. Disponível em: <<http://www.mpf.mp.br/df/sala-de-imprensa/docs/denuncia-trendbank>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.)

²⁰⁴ BRASIL, **Procedimento Investigatório Criminal nº 1.16.000.0002520/2016-15**. Disponível em: <<http://www.mpf.mp.br/df/sala-de-imprensa/docs/denuncia-trendbank>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019

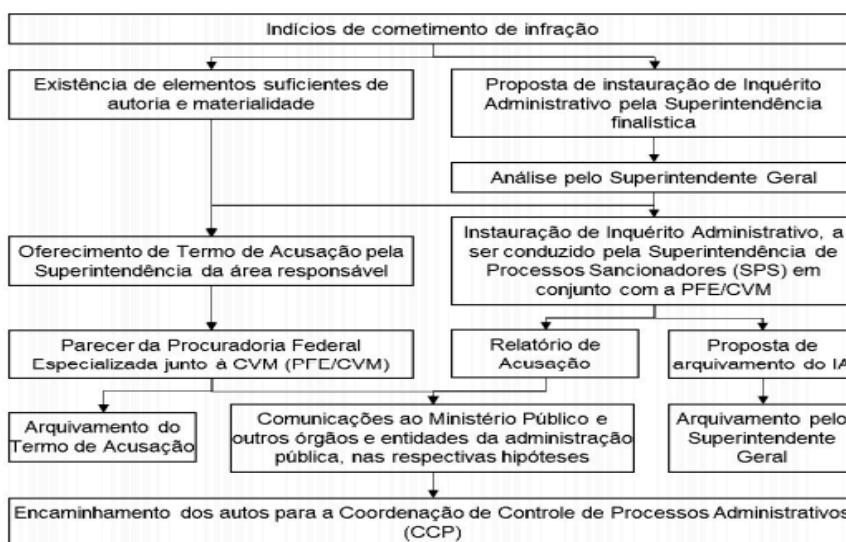
²⁰⁵ Disponível em: <<https://www.pvg.com.br/pvg-mais/decisao-do-fidc-trendbank-e-um-marco-na-limitacao-da-responsabilidade-de-administradores-e-custodiantes-de-fundos>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

²⁰⁶ Ibidem.

5.2.2 Responsabilidade Administrativa

Como já mencionado no presente trabalho, a CVM desempenha nos termos da lei 6.385/76, a função de disciplinar e fiscalizar o mercado de capitais. Nesse sentido, cabe a autarquia apurar, por meio de processos administrativos investigativos a existência de indícios de “atos ilegais e práticas não equitativas”²⁰⁷ cometidos pelos participantes do mercado. Durante esse levantamento investigativo, caso seja recolhido “elementos de autoria e materialidade”²⁰⁸ suficientes de qualquer infração do custodiante aos já aludidos deveres e obrigações, compete a CVM, na seara administrativa, julgar e aplicar as penalidades cabíveis através dos processos administrativos sancionadores.²⁰⁹ O fluxograma 1, a seguir, esclarece o caminho para uma possível responsabilização administrativa na CVM²¹⁰:

Fluxograma 1 – Procedimento Investigativo da CVM



Fonte: Loria e Kalansky Advogados, (não datado)²¹¹

²⁰⁷ BRASIL, Art. 9º, inciso V da **Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 12 de novembro de 2019.

²⁰⁸ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_atividade_sancionadora/anexos/2018/20180606_relatorio_atividade_sancionadora_1_trimestre_2018.pdf>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

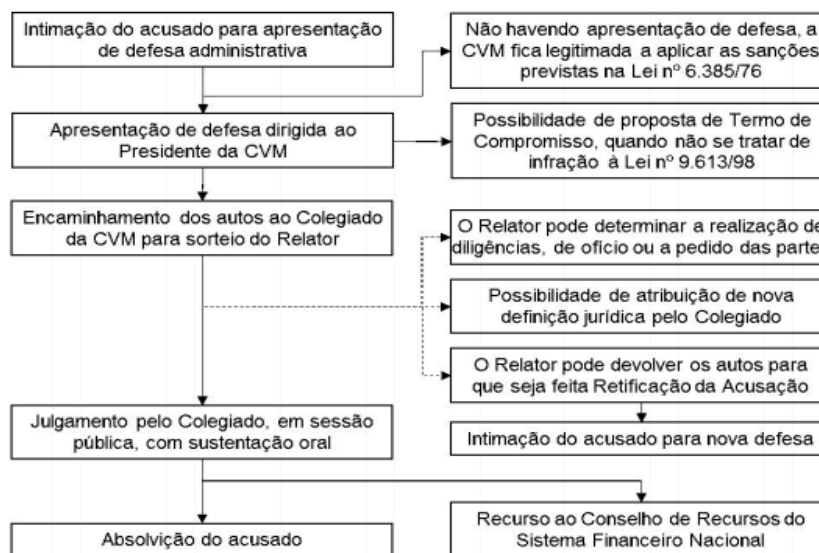
²⁰⁹ BRASIL, **Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 12 de novembro de 2019.

²¹⁰ Ressalta-se que se escolheu a utilização do recurso gráfico para expor o percurso até se chegar a uma possível responsabilização administrativa no âmbito da CVM em virtude da facilidade de entendimento e dinamização que confere ao trabalho. A explicação pormenorizada de cada etapa se apresentaria extremamente cansativa e fugiria do objetivo de expor o assunto brevemente.

²¹¹ Disponível em: <<http://www.lklaw.com.br/wp-content/uploads/2018/11/ebook-guia-do-processo-administrativo-sancionador-no-mercado-de-capitais-loria-e-kalansky.pdf>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

A partir da intimação do acusado, portanto, instaura-se o processo administrativo sancionador, em que se permite a ampla defesa e contraditório, nos termos do art. 8º, §1º, da Deliberação CVM nº 538/2008. O fluxograma 2, a seguir, expõe o rito do processo administrativo sancionador:

Fluxograma 2 – Rito do Processo Administrativo Sancionador



Fonte: Loria e Kalansky Advogados, (não datado)²¹²

Dentre as penalidades aplicáveis, caso não haja a absolvição do acusado, a CVM poderá ao final do processo administrativo sancionador, impor ao custodiante ou diretor responsável, nos moldes do art. 11 da Lei 6.385/76:

- (i) advertência;
- (ii) multa;
- (iii) suspensão do exercício do cargo;
- (iv) inabilitação temporária;
- (v) suspensão da autorização ou registro para o exercício da atividade;
- (vi) cassação da autorização ou registro;
- (vii) proibição temporária, até no máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades;
- ou (viii) proibição temporária, até no máximo de dez anos, de atuar direta ou indiretamente em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários²¹³

É possível também que, independente do previsto no art. 11 da Lei nº 6.385/76 e desde que os atos ou omissões cometidos pelos acusados não sejam relativos as normas da Lei nº 9.613/98, a autarquia celebre, à sua discricionariedade, um Termo de Compromisso que

²¹² Ibidem, p. 08.

²¹³ BRASIL, Art. 11 da **Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 12 de novembro de 2019.

suspende o processo e que busca por fim as “práticas irregulares e reparar os danos causados”²¹⁴, nos moldes da Deliberação CVM nº 390/01.

Note que, em havendo alguma responsabilidade, essa será “específica e pessoal”²¹⁵, fruto da extensão dos atos e omissões daquele que cometer a transgressão, podendo ser “responsabilizadas, tanto as pessoas físicas”²¹⁶ que fazem parte da instituição (ex. diretores estatutários responsáveis), quanto a própria pessoa jurídica.²¹⁷ Portanto, na seara administrativa não há que se falar em responsabilidade solidária²¹⁸⁻²¹⁹, uma vez que a responsabilidade “somente pode ser imputada ao agente econômico transgressor das normas aplicáveis”.²²⁰

Vale destacar ainda que, para a imposição de penalidades na seara administrativa, não é necessária a concretização do dano.²²¹⁻²²² Além disso, a CVM tem a obrigação de comunicar ao Ministério Público a existência de qualquer ilícito penal constatado no curso dos inquéritos ou processos que analisa.²²³⁻²²⁴

²¹⁴ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 140

²¹⁵ Ibidem, p. 139.

²¹⁶ Ibidem, p. 135.

²¹⁷ Ibidem.

²¹⁸ Faz-se necessário destacar a observação feita no Processo Administrativo Sancionador RJ nº 2005/9245: “[...] Isto nada tem que ver com responsabilidade administrativa, e muito menos com responsabilidade administrativa solidária, que não existe, nem pode existir. A responsabilidade administrativa, como a penal, deve ser sempre pessoal, decorrente de atos ou omissões próprios. [...] Cada prestador de serviços ao fundo responde ‘por seus próprios atos e omissões’, ‘na esfera de suas respectivas competências’. Não há, portanto, em nenhuma hipótese, que se falar em responsabilidade solidária em processo sancionador.” (BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2005/9245**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2007/20070116_RJ20059245.html>. Acesso em: 18 de outubro de 2019.

²¹⁹ Muito embora seja possível a punição cumulativa da entidade e do diretor. Vide Processo Administrativo Sancionador nº RJ2010/9129. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20110809_PAS_RJ20109129.pdf>. Acesso em: 18 de outubro de 2019.

²²⁰ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 138.

²²¹ Ibidem.

²²² Nesse sentido, o dano não é necessário para a CVM responsabilizar um agente pelo descumprimento de algum dever, diferentemente do que ocorre na responsabilidade civil. A CVM firmou esse entendimento no Processo Sancionador CVM nº 25/03: “[...] No que toca à dosimetria da pena daí decorrente, esclareço que considerarei, como atenuantes, o fato de os administradores terem agido no interesse da companhia e **inexistência de dano**.” (Negrito Adicionado). (Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080325_PAS_2503.pdf>. Acesso em: 06 de novembro de 2019).

²²³ Vide art. 12 da **Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 12 de novembro de 2019.

²²⁴ Em cartilha informativa, a CVM destaca essa possibilidade: “o art. 9º da Lei Complementar nº 105/013 e o art. 10, I, da Deliberação CVM nº 538/084 estabelecem que a CVM deve comunicar o Ministério Público [...] quando, no exercício de suas atribuições, verificar a ocorrência de crime definido em lei como de ação pública, ou indícios da prática de tais crimes”. (Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_atividade_sancionadora/anexos/2018/20180606_relatorio_atividade_sancionadora_1_trimestre_2018.pdf>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.)

O universo de casos de responsabilização administrativa envolvendo custodiantes é consideravelmente superior ao de responsabilização civil, embora no agregado ainda seja pouco expressivo. Não se busca entender o motivo da desproporção no presente trabalho, mas enfatiza-se que a facilidade e universalidade do sistema de pesquisa da CVM contribuiu para a rasa constatação.

O Processo Administrativo Sancionador nº RJ2013/5456, envolvendo o fundo Union National FIDC Financeiros e Mercantis (“FIDC UNION”), ilustra um dos casos em que a CVM foi compelida a atuar em período recente. Durante procedimentos de rotina a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN) verificou que aproximadamente 74,67% da carteira do fundo estava “comprometida por direitos creditórios vencidos e não pagos”.²²⁵ Na prática, isso representaria um calote aos investidores que aportaram recursos no fundo, esperando receber a diferença entre o investido para a compra dos direitos creditórios e o que seria pago quando da sua exigência.²²⁶

A autarquia aprofundou as investigações após a publicação de uma matéria investigava do Jornal Valor Econômico que afirmava que um grupo de dezessete cotistas havia descoberto que o dinheiro aplicado no FIDC UNION havia sido quase todo perdido.²²⁷ Segundo a matéria veiculada, os cotistas descobriram que 96,2% dos créditos estavam atrasados e que a chance de recuperação mais otimista previa que o ressarcimento não atingiria 40% do valor aportado.²²⁸

Após as investigações, a CVM entendeu que o custodiante do fundo, o Banco Bradesco, não observou os deveres impostos pela ICVM 356/01, condenando-o, assim, ao pagamento de multa pecuniária no valor de R\$ 1,5 milhão, por:

- (a) permitir a liquidação de direitos creditórios por compensação parcial ou total e não financeiramente (infração ao art. 38, III, da Instrução CVM 356);
- (b) delegar aos cedentes a atividade de guarda dos documentos que evidenciam o lastro dos direitos creditórios (infração ao art. 38, IV, da Instrução CVM 356);

²²⁵ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2013/5456**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2015/20151022-1.html>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

²²⁶ À época, estimava que o prejuízo aos cotistas girava em torno dos R\$ 800 milhões. (Disponível em: <<https://economia.ig.com.br/mercados/investidores-do-union-podem-levar-calote-superior-a-r-1-bilhao/n1237741528363.html>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019).

²²⁷ Disponível em: <<https://www.pressreader.com/brazil/valor-economico/20100806/281479272708095>>. Acesso em: 13 de novembro de 2019.

²²⁸ Ibidem.

(c) não manter atualizada e em perfeita ordem a documentação dos direitos creditórios (infração ao art. 38, V, da Instrução CVM 356).²²⁹

Portanto, o presente caso evidencia e reforça a importância desse prestador de serviço para a indústria de fundos de investimento, uma vez que a falha no exercício dos seus deveres pode causar significativos impactos à economia popular.

5.2.3 Responsabilidade Penal

O poder punitivo estatal é moderado por princípios que limitam a sua aplicação e o seu uso em excesso,²³⁰ dentre o qual se destaca o princípio da intervenção mínima. Tal corolário preconiza que “o Direito Penal deve representar a *ultima ratio legis*, encontrar-se em último lugar e entrar somente quando resulta indispensável para a manutenção da ordem jurídica”.²³¹ Salienta-se, previamente, que a responsabilização penal, caso seja constatada alguma “ação ou omissão típica, ilícita e culpável”²³² será imposta às pessoas físicas responsáveis por sua prática e não a pessoa jurídica, tendo em vista que no mercado de capitais os crimes só podem ser cometidos por agentes físicos, sendo, portanto, “imperativa a individualização da conduta e a comprovação do dolo ou, se prevista a modalidade culposa, a imperícia, negligência ou imprudência”.²³³

Nesse sentido, o legislador brasileiro identificando a relevância do bem jurídico a ser tutelado, qual seja, a confiança dos investidores e a estabilidade do mercado²³⁴, tipificou algumas condutas passíveis de serem praticadas no mercado de capitais.²³⁵ A análise no presente tópico se limitará aos fatos típicos previstos na Lei 6.385/76 que dispõe sobre o

²²⁹ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2013/5456**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2015/20151022-1.html>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

²³⁰ BITENCOURT, Cezar Roberto. **Tratado de direito penal: parte geral 1** – 21. ed. rev., ampl. e atual. – São Paulo: Saraiva, 2015.

²³¹ MAURACH, Reinhart apud BITENCOURT, Cezar Roberto. **Tratado de direito penal: parte geral 1** – 21. ed. rev., ampl. e atual. – São Paulo: Saraiva, 2015, p. 54.

²³² CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 141.

²³³ *Ibidem*.

²³⁴ CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 610.

²³⁵ ALONSO, Leonardo. **Crimes contra o mercado de capitais**. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) – Departamento de Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010-075537/publico/Dissertacao_Completa_Leonardo_Alonso.pdf>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

Mercado de Valores Mobiliários e a breves comentários sobre a Lei 7.492/86 que define os crimes contra o sistema financeiro nacional, não se estendendo à legislação esparsa.²³⁶

A Lei 6.385/76 é concisa ao tipificar apenas as condutas de manipulação de mercado²³⁷, uso indevido de informação privilegiada²³⁸ e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função.²³⁹

Sobre a manipulação de mercado, destaca Denis Morelli:

O tipo penal previsto no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 contém redação bastante ampla, que mantém clara relação com as condutas previstas no inciso V, do art. 4º, da mesma lei, quais sejam, as ‘modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado’. [...] O crime de manipulação de mercado é comum, podendo ser praticado por qualquer pessoa; é comissivo (há a necessidade da efetiva realização de operação simuladas ou manobras fraudulentas); e admite coautoria e participação.²⁴⁰

Um exemplo clássico de operação que criava condições artificiais de mercado ficou conhecida como “esquentar-esfria”. Tratava-se de transações criadas pelas partes que, embora obedecessem a procedimentos formais e normativos, eram geradas por situações de demanda e oferta dissimuladas para a geração de lucro ou prejuízo determinado.²⁴¹ Isso poderia interessar, por exemplo, a uma pessoa jurídica que, comprovando as perdas provenientes do mercado de capitais, desejasse auferir vantagens tributárias.²⁴²

Em seu turno, o uso de informação privilegiada, tipificado no art. 27-D – também conhecido como *insider trading* – é tema sempre presente no radar dos debates doutrinários. Sobre a matéria, recorre-se novamente aos Comentários à Lei do Mercado de Capitais:

A relevância penal do crime de *insider trading* funda-se na assunção de que o mercado de capitais é extremamente dependente da confiança de seus participantes. [...] A suspeita da atuação de pessoas que sabem mais do que outras, em determinado mercado, é algo que pode abalar, automaticamente, a confiança dos investidores e dos demais participantes desse mesmo mercado. Sem confiança, o mercado tende a sucumbir. [...] A negociação com o uso de informação privilegiada, assim, seria capaz de ferir o regular funcionamento do mercado de capitais, tendo o potencial, inclusive, de obstruir o seu desenvolvimento, ao afastar investidores presentes e potenciais [...] Dito isso,

²³⁶ Cita-se como exemplo a Lei nº 1.521/51 ainda em vigor.

²³⁷ Vide art. 27-C da Lei 6.385/76:

²³⁸ Vide art. 27-D da Lei 6.385/76.

²³⁹ Vide art. 27-E da Lei 6.385/76.

²⁴⁰ MORELLI, Dennis *in* Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 622-630.

²⁴¹ Ibidem.

²⁴² Ibidem.

a legislação penal brasileira sobre o tema [...] dispõe que o crime ocorrerá com a utilização de ‘informação relevante’, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar vantagem indevida em negócios com valores mobiliários. [...] Em síntese, o crime de *insider trading*, é formal, sendo concretizado com a mera utilização da informação relevante; não se admite tentativa [...]; é próprio, só podendo ser praticado por aquele que deva manter o sigilo acerca da informação relevante utilizada; é comissivo, pois há a necessidade da efetiva utilização da informação relevante que seja capaz de gerar vantagem ao próprio agente ou a terceiros, em negócios no mercado de valores mobiliários; e admite a coautoria e a participação, em hipóteses restritas.²⁴³

De fato, está-se diante de um crime controverso, haja vista os inúmeros debates doutrinários que se acumulam em torno da digressão do que seria informação relevante ou da possibilidade de enquadramento em casos em que o agente sofre perdas.²⁴⁴ Embora as discussões se revelem extremamente interessantes, não se objetiva destrinchar os elementos que fazem parte dos tipos penais aqui expostos, mas tão somente, expô-los na medida em que fazem necessários para a contextualização do trabalho.

A busca específica por ilustrações práticas que evidenciassem o uso de informação privilegiada envolvendo funcionários da entidade custodiante de um fundo de investimento se revelou extremamente dificultosa. Entretanto, o caso que se apresentará a seguir, embora o agente faça parte da entidade administradora do fundo e tenha sido julgado pela CVM, demonstra a dinâmica do que poderia acontecer com algum funcionário da entidade custodiante que tivesse acesso a informe semelhante.

No Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.001692/2017-99, a autarquia analisou a responsabilidade de um funcionário de *Back Office* do Banco de Investimento administrador do fundo que teria adquirido 140 mil ações ordinárias de uma companhia listada na bolsa de valores, após o gestor, “ter-lhe solicitado por telefone o resgate de cotas para adquirir participação minoritária em empreendimento de propriedade”²⁴⁵ da referida companhia (a informação só foi divulgada por meio de fato relevante no fechamento do pregão do mesmo dia em que o funcionário exerceu a compra).²⁴⁶

²⁴³ Ibidem, p. 631-640.

²⁴⁴ Ibidem.

²⁴⁵ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº 19957.001692/2017-99**, Dir. Relator Henrique Machado, julgado em 02 de outubro de 2018. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2018/20181003_PAS_CVM_SEI_19957001692_2017_99_propostaTC_voto_diretor_henrique_machado.pdf>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

²⁴⁶ Ibidem.

Para a acusação, o agente teria se valido de informação relevante que ainda não era de conhecimento público. A legislação veda esse uso por “*insiders* secundários ou de mercado, isto é, aqueles que não têm relação com a companhia emissora de valores mobiliários”²⁴⁷, conforme prescrito pelo art. 155 §4º, da Lei nº 6.404/76 e art. 13, §1º da ICVM nº 358/02.²⁴⁸

Para a defesa, a informação não era “relevante, completa e precisa, pois, o investidor [...] teria manifestado o interesse em adquirir ‘mais um shopping center’, de sorte que a informação recebida seria ‘extremamente imprecisa’, não sendo possível classificá-la como privilegiada”.²⁴⁹ Após extensa análise do caso, o colegiado entendeu que o funcionário infringiu os arts. 155 §4º, da Lei nº 6.404/76 e 13, §1º da ICVM nº 358/02.²⁵⁰

Por fim, o crime tipificado no art. 27-E, qual seja, o exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função, não enseja explicações detalhadas, tendo em vista que a simples leitura do dispositivo é autoexplicativa. Todavia, destaca-se, pela última vez, importante ensinamento presente na obra *Comentários à Lei do Mercado de Capitais*:

É tipificada a atuação, no mercado de valores mobiliários, sem autorização ou registro junto à autoridade competente, quando assim for exigido por lei ou regulamento. O núcleo do tipo está nos verbos ‘atuar’ e ‘exercer’. E a averiguação da autorização e do registro é feita, em especial, diante das normas vigentes no âmbito administrativo, expedidas pela CVM. [...] O crime de atuação irregular é formal, sendo concretizado com a mera atuação não autorizada ou sem registro; não admite tentativa, pois se consuma imediatamente com a atuação irregular (embora o crime possa ser continuado); é comum, podendo ser praticado por qualquer um que atue irregularmente; é comissivo, pois há a necessidade da efetiva atuação irregular no mercado de valores mobiliários; e admite a coautoria e participação.²⁵¹

Nesse sentido, um exemplo que ganhou notoriedade no país foi o *Esquema Ponzi* do Grupo Avestruz Master que oferecia por meio de contratos e títulos notadamente com natureza de valores mobiliários, investimentos na criação de avestruzes e assim atuava como administradores de carteira coletiva sem possuir autorização para tanto.²⁵²⁻²⁵³ Em relação aos

²⁴⁷ Ibidem, p. 2.

²⁴⁸ Ibidem.

²⁴⁹ Ibidem, p. 2.

²⁵⁰ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2018/20181204-3.html>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

²⁵¹ MORELLI, Dennis *in* *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 641-647.

²⁵² Trata-se de caso bastante interessante que merece destaque. Para conhecimento detalhado sobre o caso vide a *Apelação Criminal nº 0003828-05.2006.4.01.3500*.

²⁵³ (BRASIL, Tribunal Regional Federal da Primeira Região: *Apelação Criminal nº 0003828-05.2006.4.01.3500* (2006.35.00.003838-0)/GO. Disponível em: <http://www.prgo.mpf.mp.br/images/stories/ascom/not-1606-apelao-trf1-avestruz_master.pdf>. Acesso em 05 de novembro de 2019).

custodiantes, a CVM identificou em alguns casos a terceirização das atividades de custódia para entidades que não possuíam registro, como no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/5456.²⁵⁴ Embora não se tenha conhecimento da existência de ajuizamento de ação penal por infração ao art. 27-E da Lei 6.385/76, o caso ilustra a possibilidade de um prestador de serviço de custódia atuar sem o registro.

Por fim, outras tipificações estão previstas em legislações espalhadas pelo ordenamento jurídico brasileiro, com destaque para a Lei 7.492/86 que define os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e, portanto, abrange não só questões do direito financeiro e econômico, mas temas pertinentes aos fundos de investimentos.²⁵⁵ A referida Lei criminaliza atos como “emitir ou negociar valores mobiliários falsos; apropriar-se de dinheiro, título, valor, ou qualquer outro bem móvel de que tenha posse ou desviá-lo em proveito próprio ou alheio; fraudar a fiscalização ou o investidor [...]”²⁵⁶, dentre outras ações e omissões ilícitas.

²⁵⁴ Sobre o tema, Henrique Balduino destacou no seu voto: “[No] PAS CVM nº RJ2013/5456, realizado em 20.10.2015, o Colegiado desta CVM concluiu pela impossibilidade da terceirização de atividades de custódia à empresa não registrada”. (BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2014/12081**, Dir. Relator Henrique Balduino Machado Moreira, julgado em 18 de junho de 2019. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190618_PAS_CVM_RJ2014_12081_voto_di_retor_henrique_machado.pdf>. Acesso em 05 de novembro de 2019.)

²⁵⁵ CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

²⁵⁶ *Ibidem*, p. 141.

6. CONCLUSÃO

O presente trabalho buscou provocar o debate acadêmico, ainda que modestamente, sobre a relevância dos custodiantes na indústria dos fundos de investimentos, através da análise das funções, dos principais deveres e das responsabilidades desse prestador de serviço.

Por se tratar de um estudo progressista, dentro das suas limitações de competência, defrontou-se com uma grande dificuldade de levantamento de fontes bibliográficas, priorizando-se assim o exame dos normativos e processos administrativos sancionadores referentes ao tema.

Portanto, tornou-se imperioso, no primeiro momento, delinear as funções do agente objeto de estudo. Resumidamente e não se limitando aos exemplos a seguir mencionados, verificou-se que, regra geral, compete aos custodiantes a realização dos procedimentos de guarda dos ativos, controle das posições dos cotistas e promoção das liquidações financeiras.²⁵⁷ Em se tratando dos custodiantes de FIDC's, as atribuições impostas sofrem um alargamento, congregando, dentre outras, a necessidade de realização dos procedimentos de verificação de lastro dos direitos creditórios detidos pelo fundo. Verificou-se ainda que a ICVM 542/01 permite ao custodiante a contratação de terceiros para a realização de atividades acessórias, sem, contudo, possibilitá-lo se eximir da responsabilidade administrativa originária, cabendo-lhe adotar regras e procedimentos de controle para evitar prejuízos dos contratados aos investidores, uma vez que ainda permanece responsável pelas obrigações assumidas e responderá solidariamente com o contratado pelos eventuais danos causados.²⁵⁸

Ainda, o presente trabalho objetivou analisar os deveres impostos normativamente aos custodiantes. Constatou-se que esses podem ser sumarizados em quatro, extraídos a partir da ICVM 542/01: (i) boa-fé, (ii) diligência, (iii) lealdade e (iv) obediência aos normativos aplicáveis e regulamento do fundo. Optou-se por priorizar os deveres de lealdade e diligência, em virtude do seu destaque na regulação e doutrina aplicável e, pelos demais serem, em certa medida, desdobramentos dos dois escolhidos. A partir da análise e contraponto com os casos de responsabilização dos agentes, compreendeu-se os motivos da adoção pelo legislador pátrio de deveres com conceitos abertos, tendo em vista que a preferência por qualquer padrão mais explícito, como um rol taxativo de condutas vedadas, se revelaria impossível de abranger todas

²⁵⁷ BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 542 de 20 de dezembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542consolid.pdf>>. Acesso em: 15 de outubro de 2019.

²⁵⁸ Ibidem.

as hipóteses passíveis de serem praticadas. Por isso, extenso é o debate acadêmico e jurisprudencial envolto nas digressões dos referidos deveres.²⁵⁹

Em relação especificamente ao cumprimento do dever de diligência dos custodiantes, que doutrinariamente se desdobra em outros três deveres, quais sejam, o dever de se informar, o dever de vigilância e o dever de investigar, restou verificado que o esperado do agente é uma atuação com esforço, zelo e naturalmente objetiva para a realização do serviço. Não se exige e nem poderia, uma atuação regular minuciosamente investigativa e, portanto, atípica, tendo em vista que isso inviabilizaria o exercício diário das suas funções. Por sua vez, no que tange ao cumprimento do dever de lealdade, comprovou-se a sua indissociável correlação com o vínculo entre o prestador de serviço e o investidor, sendo o seu expoente máximo e a sua tradução, tendo em vista que impõe ao custodiante um comportamento que observe as regras e diretrizes estipuladas nos normativos aplicáveis, regulamento do fundo e contratos firmados.²⁶⁰

Por fim, o presente trabalho analisou as responsabilidades, de natureza civil, administrativa e penal, a que estão sujeitos os custodiantes em caso de descumprimentos dos deveres impostos. Viu-se que a responsabilidade civil do custodiante é subjetiva, ou seja, sujeita ao reconhecimento de ação ou omissão culposa que gere danos aos investidores e/ou mercado, e que os diretores estatutários respondem solidariamente. Diferentemente, a responsabilidade administrativa não exige dano para sua imposição e é personalíssima, individualizada, isto é, fruto da extensão dos atos ou omissões daquele que praticar o ilícito, seja pessoa física ou jurídica, não se comportando solidariedade, embora haja a possibilidade de cumulação. Finalmente, a responsabilidade penal é residual e ocorrerá caso seja constatada a tipicidade, ilicitude e culpabilidade de alguma ação ou omissão. Nesse sentido, no mercado de capitais as responsabilidades penais mais frequentes são provenientes das condutas de manipulação do mercado, uso indevido de informação privilegiada e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função.²⁶¹

Diante do exposto no trabalho, foi possível concluir que durante muito tempo a ausência de normativos específicos versando sobre as atribuições e competências dos custodiantes de fundos de investimentos foram supridos por ofícios circulares, julgados de processos

²⁵⁹ As conclusões apresentadas no presente parágrafo são frutos dos entendimentos formados a partir das análises da ICVM 542/01 e da obra “Direito das Companhias”, organizada por Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira.

²⁶⁰ *Ibidem*.

²⁶¹ Em certa medida semelhante com a nota de rodapé anterior, o entendimento exaurido no presente parágrafo é fruto da análise de um copilado bibliográfico, normativo e jurisprudencial sobre o tema, dentre o qual se destaca a obra de Mário Tavernard Martins, intitulada “Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos”.

administrativos e pareceres emitidos pela Procuradoria Federal Especializada da CVM.²⁶² No entanto, atenta ao risco que o mercado corria, a CVM buscou delinear com mais nitidez as funções dos custodiantes, especialmente a partir de 2013 com a ICVM 541 e ICVM 542, alteradas pela ICVM 599/18 e ICVM 604/18. Embora o esforço tenha ajudado a melhorar o cenário de custódia, ao clarificar pontos obscuros e dúbios, os normativos ainda precisam melhorar em tópicos como a contratação de terceiros, transferência de custódia e exigências documentais para comprovação de lastro, buscando evitar situações em que seja difícil a segregação das responsabilidades entre custodiantes antigos e atuais ou custodiantes e administradores dos fundos. Com o crescimento acelerado da indústria de fundos de investimento no Brasil, o estudo e aprimoramento de práticas de laboração e governança corporativa voltadas aos custodiantes, se revela um tema que deve ser mais debatido.

Em suma, esse estudo não teve a pretensão de esgotar todos os pormenores relacionados ao tema, mas tirar do esquecimento mercadológico e doutrinário um importante agente para o mercado de capitais. A proteção da poupança popular, capitalizador da indústria dos fundos de investimentos, depende de procedimentos com controles rígidos e tem no custodiante, dentre os prestadores de serviço, o seu principal guardião.

²⁶² Cita-se, por exemplo, o MEMO/PFE-CVM/GJU-1/Nº 129/11 que só permitia a terceirização de algumas funções acessórias do serviço de custódia para instituições financeiras.

REFERÊNCIAS

ALONSO, Félix Ruiz. **Os fundos de Investimento**. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n.1. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1971. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/66628/69238>>. Acesso em: 20 de julho de 2019.

ALONSO, Leonardo. **Crimes contra o mercado de capitais**. Dissertação (Mestrado em Direito Penal) - Departamento de Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2136/tde-07052010-075537/publico/Dissertacao_Completa_Leonardo_Alonso.pdf>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

Arnold, Wald. **Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro – RDM, n. 80, out.–dez., 1990.

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

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

BITENCOURT, Cezar Roberto. **Tratado de direito penal: parte geral 1** – 21. ed. rev., ampl. e atual. – São Paulo: Saraiva, 2015.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. **Investimentos**: tradução Beth Honorato. 10 ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.

BOECHAT, Dalton; FILGUEIRA, Antônio. **Produtos de Captação – FIDC: Fundo de Investimento em Direitos Creditórios**. São Paulo: Publique-se!, 2015.

BRASIL, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. **A trajetória financeira do brasileiro**. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/data/files/76/83/F1/CF/9297F5108901E1F599A80AC2/Relatorio-A-trajetoria-financeira-do-brasileiro.pdf>>. Acesso em: 24 de outubro de 2018.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Cenário da Poupança e dos Investimentos do Brasileiro**. Outubro: 2018. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/investidor/estudos/pesquisas/20181002_estudo_spc_cenario_da_poupanca_e_dos_investimentos_dos_brasileiros.pdf>. Acesso em: 20 de outubro de 2019.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**: Rio de Janeiro, 2017. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf>. Acesso em: 20 de maio de 2019.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 555 de 04 de junho de 2007**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst555.html>>. Acesso em: 20 de outubro de 2019.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 356 de 24 de janeiro de 2001**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst356.html>>. Acesso em: 04 de outubro de 2019.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 302 de 10 de maio de 1999**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/300/inst302consolid.pdf>>. Acesso em: 08 de outubro de 2019.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 409 de 18 de agosto de 2004**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst409.html>>. Acesso em: 17 de outubro de 2019.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 542 de 20 de dezembro de 2013**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst542consolid.pdf>>. Acesso em: 15 de outubro de 2019.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº 25/03**, Dir. Relator Eli Loria, julgado em 25 de março de 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080325_PAS_2503.pdf>. Acesso em: 06 de novembro de 2019.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2004/6913**, Dir. Relator Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 04 de outubro de 2005. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0002/4682-0.pdf>>. Acesso em: 30 de outubro de 2019.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2007/11.593**, Dir. Relator Marcos Barbosa Pinto, julgado em 15 de janeiro de 2008. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/363669/mod_resource/content/1/Processo%20CVM%20RJ2007-11593%20-%20Rel.%20Marcos%20Pinto.pdf>. Acesso em: 30 de outubro de 2019.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/12081**, Dir. Relator Henrique Machado, julgado em 18 de junho de 2019. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190618_PAS_CVM_RJ2014_12081_relatorio_diretor_henrique_machado.pdf>. Acesso em: 20 de outubro de 2019.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº 19957.001692/2017-99**, Dir. Relator Henrique Machado, julgado em 02 de outubro de 2018. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2018/20181003_PAS_CVM_SEI>

[19957001692_2017_99_propostaTC_voto_diretor_henrique_machado.pdf](#)>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/4271**, Dir. Relator Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 8 de janeiro de 2019. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190108_PAS_CVM_2016_4271_voto_diretor_gustavo_gonzalez.pdf>. Acesso em: 20 de outubro de 2019.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2013/5456**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2015/20151022-1.html>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Processo Administrativo Sancionador nº 2010/9129**, Dir. Relator Otávio Yazbek, julgado em 09 de agosto de 2011. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20110809_PAS_RJ20109129.pdf>. Acesso em: 18 de outubro de 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório Sancionadora: Jan-Março, 2018**. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_atividade_sancionadora/anexos/2018/20180606_relatorio_atividade_sancionadora_1_trimestre_2018.pdf>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

BRASIL, **Inquérito Policial nº 004/2017-11 DELECOR/SR/PF/SP**. Ministério da Justiça – Polícia Federal. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/dl/relatorio-pf-fraude-fundopensao.pdf>>. Acesso em: 30 de setembro de 2019.

BRASIL, **Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recursos de Terceiros**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/FC/A3/A8/D3/87B23610BC78823678A80AC2/Codigo-Administracao-Recursos-Terceiros_02_01_2019.pdf>. Acesso em: 13 de novembro de 2019.

BRASIL, **Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm>. Acesso em: 30 de outubro de 2019.

BRASIL, **Lei 5.172 de 25 de outubro de 1966**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5172.htm>. Acesso em: 17 de outubro de 2019.

BRASIL, **Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em: 17 de outubro de 2019.

BRASIL, **Decreto-Lei nº 7.583 de 25 de maio de 1945**. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/declei/1940-1949/decreto-lei-7583-25-maio-1945-417384-publicacaooriginal-1-pe.html>>. Acesso em: 18 de outubro de 2019.

BRASIL, **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm>. Acesso em: 18 de outubro de 2019.

BRASIL, **Lei 13.874 de 20 de setembro de 2019**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm>. Acesso em: 30 de outubro de 2019.

BRASIL, **MEMO/PFECVM/GJU-1/nº 129/2011**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190618_PAS_CVM_RJ2014_12081_relatorio_diretor_henrique_machado.pdf>. Acesso em: 20 de outubro de 2019.

BRASIL, **Procedimento Investigatório Criminal nº 1.16.000.0002520/2016-15**. Disponível em: <<http://www.mpf.mp.br/df/sala-de-imprensa/docs/denuncia-trendbank>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

BRASIL, Tribunal Regional Federal da Primeira Região. **Apelação Criminal nº 0003828-05.2006.4.01.3500 (2006.35.00.003838- 0)/GO**, Desembargador Federal Relator Hilton Queiroz. Disponível em: <http://www.prgo.mpf.mp.br/images/stories/ascom/not-1606-apelao-trfl-avestruz_master.pdf>. Acesso em: 05 de novembro de 2019.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimentos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

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

CORREIA, Luís Brito. **Os administradores de sociedades anônimas**. Coimbra: Almedina, 1993.

Direito das Companhias/coord. Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira. – 2. ed., atual. e ref. – Rio de Janeiro: Forense, 2017.

EIZIRIK, Nelson Laks. **O papel do Estado na regulação do Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC), 1977.

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

FERRAREZI, Adílson. **Confiança, Mudança Geracional e Instituições Financeiras**. Tese (Dissertação de Mestrado) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2018. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/25824/Adilson%20Ferrarezi%20MPA_VFINAL_27122018.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em 28 de maio de 2019.

FERRAZ, Adriano Augusto Teixeira. **A autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: a coordenação do mercado por entidades profissionais privadas**. Dissertação de Mestrado FD-UFGM: Belo Horizonte, 2012. Disponível: <<https://repositorio.ufmg.br/handle/1843/BUOS-8XNLXN>>. Acesso em: 26 de outubro de 2018.

FERREIRA BUELONI, Renato Luis. **Fundos e Clubes de Investimentos**. In: Direito, gestão e prática: mercado de capitais/Francisco Sátiro de Souza Júnior, coordenador. – São Paulo: Saraiva, 2013. – (Série GV*law*). Vários Autores.

GALVÊAS, Ernane. **O Mercado Brasileiro de Capitais**. São Paulo: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, vol. 41, p.14, 2008.

GAGGINI, Fernando Schwarz. **Fundos de Investimento no Direito Brasileiro**. São Paulo: Liv e Ed. Universitária de Direito, 2001.

GONTIJO, Cláudio; GRAJEDA, Leopoldo; JACOB, Daniel. **Fundos de Investimentos no Brasil**. Série Investidor Consciente – v.1. Belo Horizonte: Instituto de Pesquisas em Finanças & Investimentos, 2011.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Principles regarding the Custody of Collective Investment Schemes' Assets: Consultation Report**. October, 2014. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD454.pdf>>. Acesso em: 24 de outubro de 2018.

JÚNIOR, Ruy Rosado de Aguiar. **Aspectos dos Fundos de Investimento**. In: MUSSI, Jorge; SALOMÃO, Luis Felipe; MAIA FILHO, Napoleão Nunes (Organizadores). Estudos jurídicos em homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha. Ribeirão Preto: Migalhas, Vol. 3, 2012.

KRAAKMAN, Reinier H. *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*. *Journal of Law, Economics, & Organization*, vol. 2, no. 1, 1986, pp. 53–104. Disponível em: <www.jstor.org/stable/764916>. Acesso em: 05 de outubro de 2019.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das sociedades por ações anotada**. São Paulo: Saraiva, 2006.

NAIK, N. apud SANTOS, José Odálio dos; SANTOS, José Augusto Rodrigues dos. **Mercado de Capitais: Racionalidade versus Emoção**. São Paulo, v. 16, n. 37, p. 103-110, Abril, 2005. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772005000100008&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 03 de junho de 2019.

PAVIA, Eduardo Cherez. **Fundos de Investimento - Estrutura Jurídica e Agentes de Mercado como Proteção do Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

PENTEADO, Mauro Rodrigues; Munhoz, Eduardo Secchi (coord.) – **Mercado de Capitais Brasileiro: Doutrina, Cases e Materials**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil: direitos reais**. vol. 4. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Responsabilidade Civil**/Caio Mário da Silva; atualizador Gustavo Tepedino. – 10. ed. rev. atual. – Rio de Janeiro: GZ Ed., 2012.

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

PINHO NETO, Demosthenes. **A Indústria de Fundos Brasileira: Evolução Recente**. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/aif/article/download/22078/20825>>. Acesso em: 24 de outubro de 2018.

PIRES, Daniela Marin. **Os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC)**. São Paulo: Almedina, 2ª ed, 2016.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **O Trust e o Direito Brasileiro**. São Paulo: LTR, 1996.

SOCOPIA. **Anexo A - Custódia de FIDC – Lastros - Roteiro de Procedimentos: OPS-02/A v.3**, 2017. Disponível em: <https://www.socopa.com.br/wp-content/uploads/2018/01/CustodiaFIDC_Lastros.pdf>. Acesso em: 04 de setembro de 2019.

STACCHINI, Frederico. **Perspectivas de supervisão da indústria de fundos de investimentos**. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-do-stocche-forbes/industria-de-fundos-de-investimento-08052018>>. Acesso em: 26 de outubro de 2018.

TEPEDINO, Gustavo. **Novos Princípios Contratuais e Teoria da Confiança: a exegese da cláusula to the best knowledge of the sellers**. Disponível em: <<http://www.tepedino.adv.br/wp/wpcontent/uploads/2012/09/biblioteca13.pdf>>. Acesso em 20 de outubro de 2019.

TURCZYN, Sidnei. **O sistema financeiro nacional e a regulação bancária**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio DE Janeiro: Elsevier, 2009.

SITES:

Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm>. Acesso em: 17 de setembro de 2019.

Disponível em: <<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,madoff-para-onde-foi-o-dinheiro,395893>>. Acesso em: 13 de novembro de 2019.

Disponível em: <<https://www.arenadopavini.com.br/arena-especial/dia-da-piramide-ha-cinco-anos-mercado-descobria-as-fraudes-de-madoff>>. Acesso em: 13 de novembro de 2019.

Disponível em: <http://www.anbima.com.br/en_us/informar/regulacao/internacional/radar/iosco-consulta-sobre-os-principios-relativos-a-custodia-dos-ativos-de-fundos-de-investimento.htm>. Acesso em: 26 de outubro de 2018.

Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/servidores/estagios/2-Materia-sobre-a-CVM-e-o-Mercado-de-Valores-Mobiliarios.pdf>. Acesso em: 28 de maio de 2019.

Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/industria-de-fundos-brasileira-alcanca-r-5-trilhoes-de-patrimonio-liquido/>>. Acesso em: 10 de setembro de 2019.

Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi0901200509.htm>>. Acesso em: 17 de outubro de 2019.

Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2018/20181213-1.html>>. Acesso em: 04 de setembro de 2019.

Disponível em: <https://www.pvg.com.br/pvg-mais/decisao-do-fidc-trendbank-e-um-marco-na-limitacao-da-responsabilidade-de-administradores-e-custodiantes-de-fundos>>. Acesso em: 20 de outubro de 2019.

Disponível em: <http://www.lklaw.com.br/wp-content/uploads/2018/11/ebook-guia-do-processo-administrativo-sancionador-no-mercado-de-capitais-loria-e-kalansky.pdf>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

Disponível em: http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2007/20070116_RJ20059245.html>. Acesso em: 18 de outubro de 2019.

Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/publicacao/relatorio_atividade_sancionadora/anexo_s/2018/20180606_relatorio_atividade_sancionadora_1_trimestre_2018.pdf>. Acesso em: 10 de novembro de 2019

Disponível em: <https://economia.ig.com.br/mercados/investidores-do-union-podem-levar-calote-superior-a-r-1-bilhao/n1237741528363.html>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

Disponível em: <https://www.pressreader.com/brazil/valor-economico/20100806/281479272708095>>. Acesso em: 13 de novembro de 2019.

Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2018/20181204-3.html>>. Acesso em: 10 de novembro de 2019.

Disponível em: http://www.anbima.com.br/en_us/informar/regulacao/internacional/radar/iosco-consulta-sobre-os-principios-relativos-a-custodia-dos-ativos-de-fundos-de-investimento.htm>. Acesso em: 26 de outubro de 2018.

Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/servidores/estagios/2-Materia-sobre-a-CVM-e-o-Mercado-de-Valores-Mobiliarios.pdf>. Acesso em: 28 de maio de 2019.