



UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS JURÍDICAS  
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO EM DIREITO ECONÔMICO

**OS FUNDOS DE INVESTIMENTO ENTRE A REGULAÇÃO SOCIAL  
DO MERCADO E A PROTEÇÃO JURÍDICA DO  
INVESTIDOR-CONSUMIDOR**

André Gomes de Sousa Alves

João Pessoa  
2011

**ANDRÉ GOMES DE SOUSA ALVES**

**OS FUNDOS DE INVESTIMENTO ENTRE A REGULAÇÃO SOCIAL  
DO MERCADO E A PROTEÇÃO JURÍDICA DO  
INVESTIDOR-CONSUMIDOR**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Jurídicas da Universidade Federal da Paraíba - Mestrado - para obtenção do título de Mestre em Ciências Jurídicas.

Área de Concentração: Direito Econômico

**Orientadora: Prof. Dr<sup>a</sup>. Maria Luiza Pereira de Alencar Mayer Feitosa.**

**JOÃO PESSOA  
2011**

*A474e Alves, André Gomes de Sousa.*

Os fundos de investimento entre a regulação social do mercado e a proteção jurídica do investidor-consumidor / André Gomes de Sousa Alves. - - João Pessoa: [s.n.], 2011.  
166f. : il.

*Orientadora: Maria Luiza Pereira de Alencar Mayer Feitosa.*

*Dissertação (Mestrado) - UFPB/CCJ.*

*1. Fundos de Investimento. 2. Regulação social do mercado. 3. Informações assimétricas.  
4. Investidor-consumidor.*

*UFPB/BC*

*CDU: 336.76(043)*

**André Gomes de Sousa Alves**

**OS FUNDOS DE INVESTIMENTO ENTRE A REGULAÇÃO SOCIAL  
DO MERCADO E A PROTEÇÃO JURÍDICA DO  
INVESTIDOR-CONSUMIDOR**

**Data de Aprovação:** João Pessoa, \_\_/ \_\_/ 2011

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr<sup>a</sup>. Maria Luiza Pereira de Alencar Mayer Feitosa  
(Orientadora)

---

Prof. Dr. Rodrigo Toscano de Brito  
(Membro Interno)

---

Prof. Dr. Andreas Roland Ziegler  
(Membro Externo)

Às minhas mães! A minha avó, querida Vovó Deusinha (*in memoriam*), grande impulsionadora dos meus estudos, meu fiel acalento e minha eterna saudade. A Mainha, sinônimo de mulher guerreira e, em simplicidade, apenas e absolutamente mãe, cujos esforços decisivamente ajudaram-me a concretizar mais essa conquista. E àquela que carinhosamente acostumei-me a chamar de minha mãe acadêmica, por toda paciência e dedicação na construção da minha trajetória de pesquisador, estimada Prof. Dr<sup>a</sup>. Maria Luiza.

## AGRADECIMENTOS

Acima de tudo a Deus, simples e absolutamente por tudo! Por guiar meus passos, orientar minhas escolhas e abençoar cada dia de minha vida.

À minha mãe, especialmente por todo sacrifício despendido! Por ensinar-me o verdadeiro sentido da simbiose entre fortaleza e sensibilidade, sustentar-me nos momentos difíceis e estimular-me na construção dos melhores caminhos.

Ao meu pai, pela proteção que, mesmo discreta, faz-me sentir amparado nas situações mais complicadas.

Aos meus irmãos, melhores amigos e verdadeiros cúmplices de todos os momentos de minha vida.

À minha avó Vilani, pela atenção e preocupação desmedidas, e pelas bênçãos rotineiramente a mim dispensadas.

Ao meu tio Marcos Aurélio, pela ajuda dispensada nesses tempos de estudo em João Pessoa.

À minha namorada, pela paciência da distância, pela companhia ininterrupta em meus pensamentos, pelo fiel amor!

À Professora Dr<sup>a</sup>. Maria Luiza, que, incansável estimuladora do desenvolvimento da ciência jurídica, mais que orientadora, representa meu maior exemplo de vida acadêmica, de quem sou eternamente grato pelas oportunidades e esforços a mim gratuitamente dispensados.

Ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Jurídicas e seus respectivos professores, que decisivamente também colaboraram na construção deste trabalho.

Aos meus amigos de classe, companheiros de maravilhosos anos da minha vida, em especial Aluísio, Adaumirton e Karoline, dos quais pude compartilhar valorizada intelectualidade e preciosa amizade.

Ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) e o respectivo auxílio dispensado através do projeto Petróleo e Biodiesel: regulação da energia e desenvolvimento sustentável, bem como à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), pela ajuda financeira disponibilizada durante a vigência da bolsa de mestrado.

A todos aqueles que, de uma forma ou de outra, igualmente contribuíram e torceram pela concretização do presente momento.

Não procuramos as coisas visíveis, mas as invisíveis; porque as coisas visíveis duram apenas um momento, enquanto as invisíveis duram para sempre.  
(2 Coríntios 4;16-18)

## RESUMO

A presente dissertação de mestrado versa sobre a proteção do pequeno investidor de fundos de investimento através da regulação sócio-econômica do mercado, nomeadamente em razão de falhas relacionadas a assimetrias de informações. Para isso, utilizou-se do método de abordagem dialético e dos métodos de procedimento comparativo, histórico, estruturalista e funcionalista, bem como das técnicas de pesquisa bibliográfica e documental. Diante da hodierna globalização econômico-financeira, notadamente marcada pela crescente financeirização da economia e pela conseqüente desfronterização sistêmica do capital, novos desafios se apresentam para o complexo jurídico-normativo. Além da intermediação ativa e coordenada de novos agentes financeiros, novos arranjos institucionais são também (re)criados perante a evolução da rotina econômica, denunciando a imperiosa necessidade de uma original conformação de forças protetivas no sentido inclusivo. Nesse contexto, representativos da atual pluralização jurídico-contratual denotada a partir da coletivização de recursos para a ulterior valorização do patrimônio condominial, ao passo em que se apressam em fomentar a reascensão de uma ordem jusnaturalista da economia, os fundos de investimento também podem apresentar na construção de seu arranjo negocial falhas de mercado que tendem a debilitar a figura do pequeno investidor. Em sede específica, a exemplo das assimetrias de informações, clandestinas ou incompletas ao processo contratual, são elas capazes de vulnerabilizar o centro de interesse aplicador de recursos poupados, criando uma relação conflituosa e hierárquica entre este último (*principal*) e o *agent*. Assim, como resposta a essa conjuntura, a regulação das relações sócio-econômicas entre fundo de investimento e pequeno investidor passa por uma preocupação antes com a proteção da figura humana, à defesa do interesse público em face de eventuais déficits de bem-estar social. Dogmas como o da certeza e da completude do Direito são, então, ultrapassados pela efetivação de microssistemas jurídicos e pela hetero e autorregulação do mercado, promovendo ao pequeno investidor, além da efetivação de direitos revestidos de fundamentalidade, outros decorrentes da sua consideração maximalista enquanto consumidor e dos *enforcements* das normatizações de conduta de entidades do mercado financeiro como a Comissão de Valores Mobiliários e a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Em última instância, advoga-se em defesa da sinceridade informacional, da honestidade e lealdade contratual e da justa medida entre direitos e deveres dos contratantes, como forma de garantia do direito do investidor-consumidor também como proteção regulatória.

**Palavras-chave:** Fundos de investimento. Regulação social do mercado. Informações assimétricas. Investidor-consumidor.



## ABSTRACT

This present dissertation is about the protection of small investors in mutual funds, through socio-economic regulation of the market, including by reason of failures related to asymmetric informations. For this, it was used dialectical approach method and comparative, historical, structural and functional methods of procedure, as well as the documentary and bibliographical techniques of research. Given today's economic and financial globalization, notably marked by increasing financing of economy and the consequent systemic capital, new challenges present to the legal complex and regulatory environment. Besides the active and coordinated brokering of new financial players, new institutional arrangements are also (re)created at the evolution of economic routine, denouncing the urgent need for a unique conformation of protective forces in the inclusive sense. In this context, representative of the current legal and contractual pluralization denoted from the collectivization of resources to further appreciation of the condominium property, while express the development of jusnaturalistic on a new order of the economy, mutual funds may also build in your negotiating arrangement market failures that tend to undermine the image of the small investor. Such as asymmetric informations, covert or incomplete on the contractual process, they are able to makes vulnerable the center of interest which applicate saved resources, creating an adversarial and hierarchical relationship between the latter (principal) and the agent. Thus, in response to this situation, the regulation of relationships between the mutual funds and small investor goes through before a concern with protecting the human figure, according the public interest to compensate possible deficits in social welfare. Relative truths such as the certainty and completeness of the law are then overtaken by the realization of microsystems and the legal and self-regulation of the market, promoting to the small investor the realization of fundamental rights, others resulting from its maximalist consideration as a consumer and others from enforcements of norms of conduct of financial market entities, such as the Comissão de Valores Mobiliários and the Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Ultimately, advocates in defense of transparent information, honesty and loyalty contractual, and fair rights and obligations between the contractors, as a guarantee of the investor-consumer rights as well as regulatory protection.

**Keywords:** Mutual funds. Social regulation of the market. Asymmetric informations. Investor-consumer.

# SUMÁRIO

RESUMO.....	vi
ABSTRACT.....	vii
<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>12</b>
<b>2 O MERCADO FINANCEIRO.....</b>	<b>18</b>
2.1 O CAPITALISMO MODERNO E A “FINANCEIRIZAÇÃO” DA ECONOMIA...	20
<b>2.1.1 Do capital produtivo ao capital financeiro.....</b>	<b>21</b>
<b>2.1.2 Poupança, investimento e (des)intermediação financeira.....</b>	<b>25</b>
2.2 DELIMITAÇÃO INSTITUCIONAL.....	29
<b>2.2.1 Demarcação jurídico-econômica.....</b>	<b>30</b>
<b>2.2.2 Estrutura do Sistema Financeiro Nacional.....</b>	<b>34</b>
<b>3 OS FUNDOS DE INVESTIMENTOS.....</b>	<b>40</b>
3.1 EVOLUÇÃO HISTÓRICA, DESENVOLVIMENTO E RELEVÂNCIA NO CENÁRIO ATUAL.....	42
3.2 A LÓGICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO E A CONSTRUÇÃO DE SEU CONCEITO.....	46
3.3 ASPECTOS ESTRUTURAIS.....	49
<b>3.3.1 Sujeitos envolvidos e seu papel na linha de organização do investimento.....</b>	<b>50</b>
<b>3.3.2 Política de investimento, segregação de funções e controle interno..</b>	<b>52</b>
3.4 ASPECTOS JURÍDICOS.....	55
<b>3.4.1 Natureza jurídica.....</b>	<b>56</b>
<b>3.4.2 Contratação.....</b>	<b>59</b>
3.5 MARCO REGULATÓRIO.....	63
<b>3.5.1 Entre o CMN, a CVM e o Bacen.....</b>	<b>65</b>
<b>3.5.2 Entre o CMN, a CVM e a ANBIMA.....</b>	<b>67</b>

<b>4 A REGULAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO E A VULNERABILIDADE DO INVESTIDOR EM FACE DE RELAÇÕES HIERÁRQUICAS.....</b>	<b>72</b>
4.1 DO LIBERALISMO AO WELFARISMO E À CRISE DE REGULAÇÃO E DESREGULAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO.....	74
4.2 AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO, CRISE E RE-REGULAÇÃO.....	84
4.3 ASPECTOS DE REGULAÇÃO FINANCEIRA, FALHAS DE MERCADO E ASSIMETRIAS DE INFORMAÇÕES.....	94
<b>4.3.1 A confiança entre o risco e a incerteza.....</b>	<b>96</b>
<b>4.3.2 <i>In casu</i>, o problema das assimetrias informacionais.....</b>	<b>99</b>
4.3.2.1 O conflito de interesses na relação <i>principal-agent</i> .....	101
4.3.2.2 A seleção adversa.....	102
4.3.2.3 O risco moral.....	103
<b>4.3.3 Os arranjos institucionais das novas modalidades de regulação de condutas e de regulação prudencial.....</b>	<b>104</b>
<b>5 A PROTEÇÃO SÓCIO-JURÍDICA DO INVESTIDOR-CONSUMIDOR DE FUNDOS DE INVESTIMENTO.....</b>	<b>109</b>
5.1 OS FUNDOS DE INVESTIMENTO ENTRE O RISCO DE INSTABILIDADE FINANCEIRA E A NECESSIDADE DE SANEAMENTO DO MERCADO.....	111
<b>5.1.1 A nova ordem do mercado financeiro e a distribuição de poder.....</b>	<b>113</b>
<b>5.1.2 A nova racionalidade jurídico-contratual entre a vulnerabilidade do pequeno investidor e o equilíbrio do mercado.....</b>	<b>114</b>
<b>5.1.3 A figura do investidor-consumidor dos fundos de investimento.....</b>	<b>116</b>
5.2 ASPECTOS NORMATIVOS DE PROTEÇÃO JURÍDICA DO INVESTIDOR-CONSUMIDOR DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	120
<b>5.2.1 A proteção em sede constitucional: tutela (trans)individual e satisfação da eficácia horizontal dos direitos fundamentais.....</b>	<b>122</b>

<b>5.2.2 Os postulados da dignidade, da solidariedade e da justiça contratuais entre informações obrigatórias gerais e específicas.....</b>	<b>125</b>
<b>5.2.3 A proteção em sede microssistemática: direitos à proteção contratual, à simetria informacional, à transparência da relação e à proibição de práticas comerciais abusivas e enganosas.....</b>	<b>129</b>
<b>5.2.4 Responsabilidade civil e dever de indenizar.....</b>	<b>135</b>
<b>5.3 O DIREITO DO INVESTIDOR-CONSUMIDOR ENQUANTO DIREITO À PROTEÇÃO REGULATÓRIA.....</b>	<b>140</b>
<b>5.3.1 Problemas de incompletude legal e incompletude contratual: entre o <i>enforcement</i> público, o <i>enforcement</i> privado e a internalização das normas sociais.....</b>	<b>142</b>
<b>5.3.2 Por um novo arranjo institucional de garantia de “segurança jurídico-social” ao investidor-consumidor dos fundos de investimento.....</b>	<b>146</b>
<b>6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>151</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>157</b>

## LISTA DE ABREVIATURAS

ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento.

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro.

BC (ou Bacen) - Banco Central do Brasil.

CBLC – Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia

CDC – Código de Defesa do Consumidor.

CETIP - Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos.

CMN - Conselho Monetário Nacional.

CRSFN - Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários.

FED – *Federal Reserve System*.

SEC - *Securities and Exchange Commission*.

SELIC - Sistema Especial de Liquidação e Custódia.

SFN – Sistema Financeiro Nacional.

STJ – Superior Tribunal de Justiça.

SUMOC - Superintendência da Moeda e do Crédito.

## 1 INTRODUÇÃO

A presente dissertação de mestrado acadêmico, intitulada “Os fundos de investimento entre a regulação social do mercado e a proteção jurídica do investidor-consumidor”, insere-se em um contexto de difícil compatibilização de interesses. De um lado, o mercado ofertando novas formas de captação de recursos, de outro, os direitos subjetivos daqueles que usufruem desse espaço enquanto investidores e, por último, o papel da regulação na correção das falhas - do próprio mercado e do governo - advindas desse complexo de negociações.

Pela ordem, a instabilidade gerada pela ruptura do sistema de *Bretton Woods*, a criação do euromercado e a adoção das taxas flutuantes de câmbio, provocaram um imenso processo de inovação e adaptação institucional no sistema financeiro internacional. Foi favorecida a globalização econômico-financeira dos mercados, ao ponto de surgir um acirrado acúmulo e internacionalização do fluxo de capitais, propiciado pelo extraordinário desenvolvimento da informática e das telecomunicações, e sob o domínio da riqueza abstrata, de caráter monetário, financeiro e mesmo fictício.

O mercado passou a se preocupar, a partir de então, com a diversificação do próprio investimento, para diminuir os riscos; com a questão da transparência, para fomentar maior segurança; e com a conseqüente manutenção do aquecimento da economia, dando conta de trazer, de forma mais popular e com mais vigor, o investidor para as suas costas. Os pactos se colocaram, como nunca antes, sob a influência da riqueza, da busca do investimento e do lucro, deixando de ser meramente nacionais e fruto de ingerências legislativas internas. É como se a contratação, concebida nos termos clássico e neoclássico, próprios dos sistemas de *civil law*, em meio aos dogmas jurídicos, onerasse pesadamente o mercado, que se apressa em encontrar formas de neutralizar essa influência.

O contrato, como instrumento apto à circulação de riqueza, passou a oscilar entre ser um símbolo liberal das negociações, preservada a sua feição clássica; um instituto de satisfação do interesse público e coletivo, mantida a sua função social; ou um campo normativo semi-autônomo que se esquivava da regulação estritamente estatal.<sup>1</sup> Para tanto, criam-se, amoldados a esse contexto,

---

<sup>1</sup> Cf. FEITOSA, Maria Luiza Pereira de Alencar Mayer. *Paradigmas inconclusos: os contratos entre a*

instrumentos de investimento coletivo, como pactos, clubes e, objeto central da presente investigação, fundos de investimento do mercado financeiro.

Nesse último caso, os fundos de investimento aparecem ao público como um tipo de investimento conjunto do mais alto gabarito em termos de empreendimento econômico. São constituídos por contratos particulares entre a instituição administradora e os clientes investidores, intermediários da intersecção entre a oferta e a procura de capital, e até mesmo representativos de cerca de R\$ 1,482 trilhão de recursos administrados no final de março de 2010, ou, mais convincentemente, algo em torno de 40% do PIB nacional somado em 2009. De um lado, favorecem o acesso aos melhores produtos do mercado a custos mais baixos, pois basta verificar que as taxas de corretagem são rateadas e só a taxa de administração é sempre cobrada, além do fato de existirem fundos bem populares com aporte inicial de R\$ 50,00. De outro lado, não exigem dos investidores grandes conhecimentos técnicos e tempo, já que o administrador, o gestor, o custodiante e o distribuidor dos fundos são por isso responsáveis, cada qual sob sua respectiva esfera de competência. Depois, repartem os riscos do investimento, ao o diversificarem com aplicação em carteiras variadas de títulos e valores disponíveis no mercado financeiro.

Nesse mesmo teor, a até então Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID), entidade autorreguladora vinculada à Associação Brasileira das entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), reiterara com absoluto entusiasmo que os fundos são bastante seguros. De acordo com o seu Código de Auto-Regulação e o que sugerira ser a eficiente fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), defendera que (i) os fundos são rentáveis, posto que são administrados por profissionais especializados; (ii) são fáceis de receber aplicação, estribados em um mínimo de burocracia; (iii) permitem, mesmo com pouco dinheiro, acesso a diversos ativos; (iv) proporcionam maior diversificação, com base no risco, no objetivo e no tempo da aplicação; (v) têm alta liquidez diária, podendo as cotas serem regatadas a qualquer momento; (vi) e são bastante transparentes, sendo a única aplicação que diariamente divulga o valor de sua cotas.

No entanto, é preciso advertir que esse cenário de euforia não se coaduna com a realidade. Os fundos de investimento são figuras com contornos

jurídicos recentíssimos na legislação pátria e, por isso, ainda estão sendo paulatinamente moldados.

Embora existam documentos que atestam a criação em 1957 do primeiro fundo chamado Crescincos, somente ao longo dos anos sessenta é que se começou a efetiva regulação do sistema financeiro brasileiro, capaz de fazer crescer o mercado de valores mobiliários e, por conseguinte, os fundos de renda variável. Todavia, em 1971, com a primeira crise da Bolsa de Valores, os fundos começaram a perder seu vigor, sendo que apenas em 1985 é que surgiu a efetiva regulação, pelo Banco Central (Bacen) e pela CVM, dos fundos de renda fixa e de renda variável. Assim, a partir dos anos noventa do século XX, os fundos de investimento iniciaram sua reabilitação, com a já comentada progressiva liberalização e abertura do sistema financeiro e com a estabilização da política monetária pós 1994. Surgiram, em consequência, as primeiras normatizações específicas dos fundos.

Mais recentemente, a partir de 2000, a indústria de fundos passou por um conjunto de reformas. Em 2004 foi concedida à CVM a exclusiva responsabilidade pela fiscalização e supervisão dos fundos, com capacidade normativa inclusive (antes também atribuída ao Bacen), ao tempo em que a ANBID desenvolvia o novo Código de Auto-Regulação para os Fundos de Investimento, amplamente revisto em 2008. Em 2009, a ANBID funde-se à Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA), surgindo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), agora responsável pela autorregulação dos fundos.

Destarte, é justamente nesse contexto de constante evolução regulamentar e regulatória que se percebe a necessidade de averiguar, com destacado enfoque no quadro brasileiro, a questão da regulação econômico-social. Trata-se de um modo de regular conforme o mercado, que, ao invés de apenas controlar e inibir, monitora e incentiva em estrito respeito à proteção da coletividade vulnerável. *In casu*, a discussão é desenvolvida tomando como preocupação central a questão da regulação do mercado como uma instância social, vale dizer integrada e condicionada pelos processos de natureza histórica e política que afetam o conjunto da sociedade.

Além disso, verticalizando o estudo, é preciso observar que, nesse campo, a distribuição assimétrica de informações (incluindo aí a noção de seleção adversa e risco moral); a falta de *disclosure*; os contratos ineficientes e incompletos;



as auto e hetero-interações regulatórias; e os mercados de fundos de investimento desequilibrados, representam, a larga distância, pontos a serem observados como falhas que merecem ser sanadas nessa dicotomia existente entre investidor-consumidor *versus* investidor institucional. Até porque a informação disponibilizada ao consumidor pelo fundo de investimento tem de ser escorreita, transparente, adequada à política de investimento e condizente com a efetivação da confiança no mercado de incerteza aí inerente.

As regras sobre os fundos de investimento estão em contínuo desenvolvimento, como prova de que o sistema ainda apresenta grandes imperfeições. Em consequência, a educação financeira, materialmente sentida na transparência e na fidedigna exposição de informações aos investidores, o controle da manipulação dos grandes investidores na relação de consumo dos pequenos e a busca dos postulados microeconômicos da satisfação e utilidade dos bens (investimentos) adquiridos pelos consumidores, precisam receber da regulação econômica maior tratamento, intrinsecamente condizente, inclusive, com a política de bem-estar que deu força ao seu nascimento.

Ademais, ao estabelecer o âmbito de sua competência, por certo que o Código de Defesa do Consumidor (CDC) subordinou as atividades de natureza financeira *lato sensu* ao seu império, de modo que não descaracteriza a condição de destinatário final a simples percepção de lucro pelo investidor. Amparado pela teoria maximalista, no caso em análise a vulnerabilidade pode ocorrer nos planos técnico, econômico ou mesmo jurídico, capaz de qualificar a eventual relação de consumo entre o fornecedor de serviço (ou produto) financeiro e o investidor-consumidor. Exercita-se, nesse contexto, o debate a respeito da natureza do contrato firmado, mediante adesão, cabendo ao investidor a simples anuência, diante da informação, da convenção imperfeita, das cláusulas abusivas etc.

É utilizado o método de abordagem dialético, posto que a pesquisa considera que a abrangência dos fatos não pode ser considerada fora de um contexto social, político e econômico, em especial diante da regulação (pelo mercado ou pelo governo) voltada para o interesse da sociedade, em caso de consumo e investimento financeiro. O confronto de teses possibilita uma visão do objeto de estudo como resultado de vários fatores, bem como pensar e analisar contradições existentes na relação entre sujeitos do universo pesquisado.

Os métodos de procedimento, por sua vez, são o histórico, o comparativo,

o funcionalista e o estruturalista. Através do primeiro, traça-se a evolução do mercado financeiro e dos fundos de investimento, bem como as transformações jurídicas, sociais e econômicas daí advindas, ou, da globalização econômica e financeira. Em seguida se busca demonstrar, com base em procedimentos de comparação e respaldado nas experiências estrangeiras, o que estas e a brasileira estipulam em diferença e as respectivas tendências. Do ponto de vista do método funcionalista, descrevem-se as implicações da eventual proteção do investidor-consumidor no mercado financeiro e na sociedade de consumo. E, por fim, como os investidores dos fundos de investimento restam inseridos no círculo regulatório do mercado financeiro, lança-se mão também do método estruturalista, interpretando-os no contexto da heterorregulação da Comissão de Valores Mobiliários e da autorregulação da ANBIMA.

É objetivo precípuo, portanto, analisar a regulação dos fundos de investimento para fins de melhor proteção do investidor no mercado financeiro, pontuando a relação jurídica consumerista aí existente e as implicações de ordem jurídico-econômico-social.

No primeiro capítulo, para fornecer uma estrutura basilar condizente com o perfeito entendimento do restante do trabalho, são tecidas considerações gerais sobre o mercado financeiro, pontuando a evolução da atividade financeira e sua importância nos tempos hodiernos da chamada “era da financeirização”, a relevância e delimitação conceitual das entidades financeiras e, por fim, a esquematização do próprio sistema financeiro brasileiro.

Como desenrolar do capítulo exordial, no segundo espaço é dado realce aos fundos de investimento, destacando breves comentários históricos e seu gigantesco desenvolvimento atual. São também trazidas à baila questões como conceito, espécies, sujeitos envolvidos, principais políticas de investimento e modalidades de gestão, natureza jurídica, características evidenciadas na contratação com o investidor-consumidor e as orientações regulatória e regulamentar do Conselho Monetário Nacional (CMN), do Bacen, da CVM e da ANBIMA.

No capítulo terceiro, por sua vez, envereda-se pela compreensão do tema “regulação”, abordando seu conceito, modalidades, a evolução do Estado e os sintomas da globalização econômico-financeira, e, principalmente, a regulação social e a autorregulação do mercado. Entrementes, o papel da informação na contratação

hierárquica estabelecida entre *principal* e *agent* também recebe a devida atenção, especificamente como falha de mercado advinda do complexo negocial existente entre o risco do investimento e a conseqüente necessidade de confiança nas instituições do mercado. O surgimento de informação assimétrica nesse quadro contratual e as posturas regulatórias prudencial e de condutas representam, em último norte, a imperiosa necessidade de proteção do investidor-consumidor dos fundos de investimento.

Por último, são aglutinados os principais resultados do diálogo existente entre fundos de investimento, regulação social do mercado e proteção jurídica do investidor-consumidor. Em decorrência desse conjunto, são anotados os condicionantes basilares que permitem o enquadramento do investidor como um consumidor, destacando a importância econômico-social, a relevância para o equilíbrio das relações contratuais, os princípios norteadores e a efetiva aplicação dos dispositivos do Código de Defesa do Consumidor. A abordagem se detém sobre a importância das regulações do Estado e do mercado, dos direitos protetivos do investidor-consumidor, da responsabilidade civil dos fundos em eventuais casos de prejuízo ao vulnerável e, estribado no princípio da segurança jurídica, da relevância da internalização das normas sociais ao comportamento dos agentes econômicos.

Em última instância, o presente estudo também pretende servir-se como fonte supletiva doutrinária acerca dos fundos de investimento, pois, a despeito de sua visível pujança no mercado financeiro, não existe ainda uma grande quantidade de estudos sobre os mesmos,<sup>2</sup> especialmente na área jurídico-econômica.

---

<sup>2</sup> Cf. ROCHA, Tatiana Nogueira da. *Fundos de investimento e o papel do administrador: a indústria dos fundos no mercado brasileiro e a liberdade para agir, os poderes e obrigações dos seus administradores*. São Paulo: Textonovo, 2003. p. 22.

## 2 O MERCADO FINANCEIRO

Os fundos de investimento têm sua gênese, em último caso, na vontade humana. Surgem do complexo de relações que formam e condicionam o fundamento ético do negócio jurídico, que reside no elemento volitivo. Como os demais, esse instituto jurídico não vem à tona por intermédio exclusivo do legislador, mas mediante a compreensão da sua importância no contexto econômico-social. A tarefa do jurista é investigar, teorizar e explicar suas principais peculiaridades atinentes à devida adequação ao ordenamento jurídico, na intenção de harmonizar o sistema e permitir o entendimento dos reflexos sensoriais advindos das experiências da coletividade.

No Direito, percebe-se uma verdadeira fronteirização, determinante de suas características próprias, à diferença do entorno ou de um ambiente confuso de relações com horizontes mais abertos. Não significa, entretanto, clausura ou fechamento, visto que busca reduzir a complexidade do entorno para não deturpar ou destruir sua organização. Está aí a idéia de um sistema aberto cognitivamente para ser estimulado pelo ambiente, sujeito a *inputs*, sem necessariamente assumir-se autopoietico.<sup>3</sup>

Nesse contexto, no caso do mercado financeiro, ou sistema econômico-financeiro, constitui ele também um espaço propício à interpenetração do sistema jurídico. Em suas mais diferentes matizes, gera elementos que influenciam os processos decisórios intrínsecos ao Direito, acarretando, do ponto de vista da relação entre agentes superavitários e deficitários, uma institucionalização das expectativas válidas para todos aqueles que fazem parte do ambiente mercadológico.

O mercado financeiro *lato sensu* expressa a própria essência do capitalismo, onde o produto é o dinheiro. Determina um ciclo de reprodução pecuniária a partir das necessidades de financiamento (empréstimo) e investimento, como ponte entre o presente e o futuro através da permissão aos poupadores de converter seus ingressos em recursos vindouros. Seja através da intermediação por meio das Bolsas de valores ou de mercadorias, ou pela atividade bancária ou

---

<sup>3</sup> Cf. LUHMANN, Niklas. *Legitimação pelo procedimento*. Tradução de Maria da Conceição Côrte-Real. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1980.

securitária, bem como mediante a atividade financeira pública de emissão de moedas ou controle de crédito, o mercado financeiro permite a aproximação entre os vários agentes econômicos interessados em fazer circular a riqueza, como, no caso específico, os fundos de investimento e seus respectivos investidores.

Como sintetiza Roberto Mosquera, “o excesso e a carência de capitais passaram a ser o verso e o averso da mesma realidade econômica, qual seja, o fluxo de capitais.”<sup>4</sup> Isso porque uns depositam seu excesso de riqueza para que os tomadores possam sacá-lo. Atente-se para um cenário no qual a economia chega a sair do trifásico circuito estabelecido por Marx de D-M-D, onde o dinheiro produz mercadoria que possibilita a reprodução de mais dinheiro, para se colocar num quadro de mero D-D. A economia financeiriza-se, fazendo com que o capital adquira feições independentes e fictícias.

Apesar disso, esse mercado depende também, incontornavelmente, do Estado e de suas respectivas políticas públicas de intervenção e monitoramento. Por meio de uma organização sistemática dos subsistemas a ele correspondentes, bem como pela definição de políticas econômicas, os governos influenciam e igualmente condicionam o valor do próprio dinheiro. É como se o mercado, inclusive o financeiro, fosse uma abstração conveniente<sup>5</sup>, inventada ante a necessidade de maximizar os lucros rapidamente, mas que, justamente por isso e por ser uma realidade fática de grandes implicações nas regras de direito, também urge precisar das atitudes regulatórias do Estado.

Em consequência, as instituições financeiras restam-se adstritas a uma conjuntura que, no caso específico do Brasil, sedimenta o Sistema Financeiro Nacional (SFN), regulamentado em 1964 e adiante constantemente modelado por outros atos do poder político supremo. Especificamente através dos mercados monetário, de crédito, de capitais e cambial, apresenta a associação de redes sistêmicas de instituições regulatórias, os arranjos e desenhos nacionais do mercado financeiro *lato sensu*, bem como a respectiva efetivação de normas rotineiramente recalculadas em face das transformações econômico-sociais e de redistribuição de poder.

---

<sup>4</sup> MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999. p. 258.

<sup>5</sup> KUTTNER, Robert. *Tudo à venda: as virtudes e os limites do mercado*. Tradução de Cláudio Weber Abramo. São Paulo: Companhia das Letras, 1998. p. 213.

## 2.1 O CAPITALISMO MODERNO E A “FINANCEIRIZAÇÃO” DA ECONOMIA

O atual contexto das relações estabelecidas entre Estado (ou governo), mercado e sociedade corrobora algumas peculiaridades do sistema capitalista. A acumulação de riqueza, sua conseqüente transferência e a participação de agentes institucionais nessa dinâmica, revela que o foco principal dos últimos tempos deita-se sobre uma verdadeira explosão de inovações “financeirizadas”, à sustentação de uma riqueza financeira com patamares mesmo superiores e mais independentes que os da riqueza real.

Evidentemente, devido a determinadas circunstâncias políticas, econômicas e sócio-culturais, o processo de acumulação de riqueza logrou-se de pontuais mudanças ao longo do tempo, intrinsecamente relacionado com a própria mutação do perfil do Estado e, paralelamente, da sociedade. As crises inerentes a esse quadro provocaram determinados *turning points* na compreensão do capital, não o suprimindo, mas, ao invés, reforçando-o sob novas concepções e feições. Os fenômenos econômicos tornaram-se sistêmicos, fortemente integrados, e não apenas momentos de ciclos; começaram a denotar tanta força que o Estado e o cidadão mais comum deles passaram a necessitar cotidianamente, como num jogo de garantia de sobrevivência às estruturas de poder, de trabalho e de capital.

Inicialmente, o mercado engendrou esforços no oportuno comércio, passando depois para um acúmulo acirrado de recursos fruto da industrialização e formação de grandes empresas e, por fim, afirmando as qualidades “desfronteirizada” e “fictícia” do capital financeiro. Do ponto de vista específico do mercado econômico-financeiro, preponderou um acirrado acúmulo do capital financeiro, circulando em mercados globais e com o auxílio do crescente número de forças no plano internacional, como investidores comuns e institucionais a exemplo dos fundos de investimento, credores e organizações financeiras internacionais.

Por conseguinte, esse fenômeno atual da globalização, nomeadamente a partir do final do século XX, representou (e continua a representar) um processo de grande repercussão nas variáveis espaciais, temporais, sociais, políticas, culturais, econômicas e de interdependência funcional. Revelou uma conseqüência do processo de formação da economia de mercado, aliado ao desenvolvimento das relações supranacionais e ao comportamento dos Estados.

### 2.1.1 Do capital produtivo ao capital financeiro

O capitalismo é um sistema que tem como essência a acumulação de riqueza, mediante a apropriação privada dos recursos escassos e a consequente formação de uma economia de trocas. No entanto, já experimentou importantes momentos de mutação, onde o foco principal da economia é alternadamente diversificado diante das circunstâncias estabelecidas na relação entre Estado, mercado e sociedade.

Gradualmente, as formas de acumulação patrimonial passaram pela agricultura, pelo comércio, pela indústria e, hodiernamente, pela dinamicidade do fluxo de capital dos mercados financeiros. Todavia, do ponto de vista específico da produção, segue-se não poder delimitar sua origem no contexto dos primeiros sinais do comércio. Como salienta Maurice Dobb, “temos de buscar o início do período capitalista apenas quando ocorrem mudanças no modo de produção, no sentido de uma subordinação direta do produtor a um capitalista”.<sup>6</sup> Com efeito, o aparecimento por si só de uma classe comerciante não implica necessariamente um quadro especial de revolução, de transformação, até porque as classes reinantes pouco se esforçavam em tornarem-se dominantes no cenário político.

Em estágio mais adiantado, o capitalismo industrial sedimentou a concepção de que o conjunto da riqueza vinha das forças de produção, alinhado ao aparecimento das máquinas e à consequente quebra do paradigma do *L'Etat cest moi*, ou, do Estado absolutista. Nesse contexto, à diferença do período mercantilista, o comércio não representava mais a essência do sistema, mas principalmente do lucro oriundo da maquinofatura.

Isso fez com que se saísse de um estado na verdade pré-capitalista, reinventando e recriando os laços sócio-econômicos e políticos que resultaram no modo capitalista de produção industrial. Aliás, antes o adjetivo mercantil era independente do capital, relacionado apenas ao mercador que desejava ganhar com a diferença de valor dos artigos produzidos pelos camponeses. Só mais adiante começou a também interagir com o modo de organização produtiva, tornando-se realmente capitalista.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> DOBB, Maurice. *A evolução do capitalismo*. 9. Ed. Rio de Janeiro: LTC, 1987. p. 26.

<sup>7</sup> Cf. MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. *Capital: o processo de produção capitalista como um todo*. Vol. III. Disponível em: <<http://translate.google.com.br/translate?hl=pt->

A partir da Revolução Industrial deflagrada pela Inglaterra no século XVIII, apareceu um modelo de explícita separação entre aqueles que detinham os meios de produção e os que se sujeitavam a eles, ou, a mão-de-obra assalariada. Com efeito, a máquina substituiu as relações de comércio e se implementa como novo marco na história do capitalismo, de modo que os trabalhadores passaram a se sujeitar ao ritmo da produção.

Era a fase do capitalismo concorrencial ou liberal, quando as empresas se expandiram pelo mundo, competindo por seu espaço de mercado sem a interferência firme do Estado. Nesse contexto as tecnologias estavam mais fortemente utilizadas ao processo de produção e, com isso, o capital formara um novo espaço econômico e geográfico, baseado na constituição de riqueza mediante a produção industrial e a competição pela conquista do público consumidor.

Posteriormente, outras ondas tecnológicas se sucederam, ocasionando uma nova Revolução Industrial. A construção de estradas de ferro e o aparecimento dos automóveis, por exemplo, proporcionaram uma maior aproximação das várias regiões, reorganizando espaços e acelerando o contato entre as culturas. Nessa fase, em que o capital reinante era particularmente produzido através da atividade industrial, o Estado participava mais ativamente da economia, adotando postura de dirigente de atividades relacionadas a altos investimentos, a exemplo da siderurgia, da mineração e da energia. Além disso, para conseguir fazer face às novas tecnologias, as empresas ora se uniam, formando oligopólios, trustes ou cartéis. Era o tempo do Estado do Bem-Estar nas bases idealizadas por Keynes, que deveria estabilizar, estimular e dirigir o rumo de sua economia, de modo que esta e a política estivessem indissociavelmente ligadas.

No entanto, volte-se a lembrar que o sistema econômico está cheio de mudanças e de *turning points*. A acumulação da riqueza adquire novas facetas na medida em que as relações entre os agentes econômicos são readequadas. Desse modo, com a remodelação do perfil do mercado, as empresas tornaram-se multi e transnacionais. O conceito de indústria foi absorvido pelas instituições financeiras, ocasionando uma fusão entre os capitais industrial e bancário, de modo centralizado e concentrado.



Como ressalta Maria Tavares:

Um processo de acumulação financeira significa, basicamente, a capitalização de rendas obtidas a partir de títulos financeiros que constituem 'capital' apenas no sentido genérico de um direito de propriedade sobre uma renda. A realização dessa renda não repousa, diretamente, no processo de produção, mas em um direito de participação no excedente gerado por uma empresa ou pela economia em seu conjunto.<sup>8</sup>

Nesse caso, há uma explícita substituição do capitalismo industrial ou produtivo pelo financeiro, a partir do aprimoramento das tecnologias e sistemas de informação modernos, do surgimento de empresas transnacionais e, em última instância e já em sentido mais jurídico, com a pluralidade dos sistemas de Direito, cada vez mais identificado com uma aproximação entre os sistemas de *common law* e *civil law*.

A globalização econômico-financeira levou o adjetivo financeiro a receber, não sem motivo, a propriedade de substantivo. Significa que o capital, sob a forma de ativos, passou a evidenciar um acúmulo sem precedentes na história, sendo também, inclusive por meio das taxas de câmbio flutuante, exponenciado pela difícil movimentação ao redor do mundo.

Conforme anota Gentil Corazza:

Esta financeirização da economia se expressa de vários modos: como valorização financeira superior ao crescimento do produto real; como lógica, concorrência e macroestrutura financeiras, que envolvem e subordinam a dinâmica da acumulação real; como processo de globalização e integração dos mercados financeiros, que desconhecem fronteiras e poderes nacionais, na medida em que esses mercados perderam suas referências espaciais, assumindo mais a forma de redes articuladas de fluxos financeiros "desterritorializados", que operam ininterruptamente, em tempo real [...] Na verdade, tudo se passa como se vivesse efetivamente sob o domínio da riqueza abstrata, de caráter monetário, financeiro e mesmo fictício.<sup>9</sup>

O capital adquire feições próprias, chegando ao ponto de constituir uma espécie de independência que autonomiza seu próprio processo de produção. Torna-se abstratamente valorizado, com ampla capacidade de senhoridade fictícia sobre as demais formas de acumulação de riqueza. Nas relações entre Estado e

<sup>8</sup> TAVARES, Maria da Conceição. *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro: ensaios sobre economia brasileira*. 10. Ed. Rio de Janeiro: Zahar editores, 1982. p. 234.

<sup>9</sup> CORAZZA, Gentil. Globalização financeira: a utopia do mercado e a re-invenção da política. *Economia – Ensaios*, Universidade federal de Uberlândia, Uberlândia, v. 19, n. 02, p. 125-140, 2005, p. 125. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2003/artigos/A24.pdf>>. Acesso em: 17 out. 2008.

mercado, é como se o pêndulo voltasse a preferir este último, em definitivo, como se economia se colocasse acima e mais autonomizada do poder político, embora ainda dele muito dependente.

Do ponto de vista teórico, embora autores como Batista Jr. e Hirst e Thompson afirmassem não haver grandes novidades nos fenômenos da globalização financeira, as mudanças eram evidentes. Apesar de classificarem tais transformações como recorrentes na história do capitalismo, a globalização financeira não passaria de um mito. No entanto, um fato que parece realmente novo é o florescimento e a transformação extraordinária dos mercados financeiros, que se traduzem na explosão de novos instrumentos financeiros, ao lado da sua sofisticação e coordenação em escala global, além do seu grau de autonomia conseguida com relação à produção. Para David Harvey, tal situação não tem precedentes na história do capitalismo.<sup>10</sup>

Conforme Belluzzo, a natureza do capitalismo deve ser buscada nas relações financeiras ou no “comércio do dinheiro e da riqueza” e não ao nível da produção e comércio de mercadorias. Acentua o mesmo que as decisões cruciais são decisões monetárias e financeiras. Ao tempo em que se explicita como base para compreensão das transformações do capitalismo, o setor financeiro também induz a maior parte das mudanças que repercutem no desempenho geral da economia, lastreado, inclusive, pela redução de certas restrições reguladoras de mercado.<sup>11</sup>

Desse modo, no capitalismo atual a financeirização é o padrão sistêmico de riqueza. A valorização e a concorrência capitalista operam sob o domínio da lógica financeira e os capitais não mais se utilizam da estrita necessidade de intermediação financeira para um processo de produção que é o meio de valorização. Buscam valorizar-se simultaneamente através do processo de renda (vinculado diretamente à produção) e capitalização (vinculado diretamente à reprodução), assim como ocorre na lógica de acumulação e distribuição de recursos dos fundos de investimento.

---

<sup>10</sup> HARVEY, David. *Condição pós-moderna: uma pesquisa sobre as origens da mudança cultural*. São Paulo: Loyola, 1994.

<sup>11</sup> Cf. BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. TAVARES, Maria da Conceição; LUIZ, José (Orgs.). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, v.1, p. 151-193, 1997.

### 2.1.2 Poupança, investimento e (des)intermediação financeira

Atento ao fenômeno da financeirização da economia, observa-se que, do ponto de vista microeconômico, os poupadores finais depositam seus recursos no investimento financeiro, adquirindo títulos que possam permitir a capitalização de suas poupanças. Há uma inter-relação entre agentes e setores da economia no fluxo de bens e serviços destinados ao consumo e à acumulação. Isso baseado no fator de que, como parte da renda não é consumida integralmente, forma-se a chamada poupança, que representa o excedente da renda sobre o consumo. Na seqüência, o investimento significa a aplicação de recursos com expectativa de lucro, ou, mais especificamente, de elevação da capacidade produtiva, representando, em contraponto ao consumo, um dos caminhos que pode ser dado ao capital.

Sobre esse quadro, do ponto de vista estritamente econômico, há três perspectivas principais: (i) a clássica; (ii) a neoclássica; (iii) e a perspectiva de Keynes. Na visão clássica, baseada na lei de Say, o ato de poupar expressa um sacrifício despendido em vistas da expectativa do consumidor de ser recompensado com tal atitude, de modo que o investimento, por sua vez, significa o meio utilizado para permitir a rentabilidade esperada. Já os neoclássicos inovam na compreensão da que a poupança está em função da renda e esta do investimento, influenciados por um processo marcado pela tecnologia e pela concorrência intercapitalista. Por último, dando maior realce ao que chama de economia monetária ou empresarial, Keynes entende que a poupança expressa mais um resultado do investimento, e não apenas sua condicionante; nesse sentido, o importante é que o mercado financeiro seja capaz de responder às demandas de investimento que são colocadas pelas empresas, através nomeadamente do financiamento.

Com efeito, o que deve permear a compreensão entre poupança e investimento é que, como anota Juliano Pinheiro, “os recursos das poupanças podem ser utilizados em atividades produtivas, utilizando os fatores de produção que podem aumentar ainda mais a renda. Essas utilizações produtivas chamam-se investimentos.”<sup>12</sup> Os excessos ou necessidades de liquidez gerados pelos destemperos da atividade econômica levam os sujeitos econômicos a investir ou adquirir financiamentos durante determinado período de tempo.

---

<sup>12</sup> PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. 4. Ed. São Paulo: Atlas, 2007. p. 6.

Dessa forma, a intermediação financeira surge como meio para viabilização da transferência de recursos ora desejada, expressando:

Uma atividade que tem a finalidade de viabilizar o atendimento das necessidades financeiras de curto, médio e longo prazos, manifestadas pelos agentes econômicos carentes de recursos, aplicando ao mesmo tempo o excedente monetário dos agentes superavitários, com mínimo de riscos.<sup>13</sup>

A superação do primeiro estágio de relação negocial, depreendida pela troca direta através do escambo, aliada à institucionalização dos agentes financeiros na angulação das transações entre poupadores e investidores, faz surgir a intermediação financeira. Os intermediários são especialmente providos da capacidade de realização de operações de forma mais hábil, por sua qualificação e praticidade laboral, atendendo às necessidades dos demais agentes econômicos que a eles recorrem como clientes. Especificamente sob o prisma financeiro, proporcionam um tipo de ligação entre a oferta e a procura dos produtos e serviços do mercado financeiro.

Ao contrário do que visualizara a teoria neoclássica, a intermediação financeira não representa um quadro de agentes que, passiva e unissonamente, apenas intermediam as transferências de recursos. Além de implicarem isso, convém compreender que referida atividade tem um perfil, inclusive, institucionalista, de modo que as estruturas aí relacionadas são participantes de um ambiente mais amplo e institucional, do ponto de vista de uma organização coordenativa e interativa.

A intermediação financeira empreendida entre a poupança e o investimento expressa também, nesse último caso, a modelagem de arranjos institucionais que permitam a preterida economicidade inerente ao processo. Através de acordos formalizados por contratos, os agentes intermediários condicionam o casamento entre as pretensões de provedores e beneficiários de recursos, sendo também dele dependentes.

Nesse sentido, segundo Donald Helster, o processo de intermediação estabelece mais que um simples elo na alocação de recursos, interferindo, inclusive, para reduzir as imperfeições do próprio mercado, como custos de transação e de

---

<sup>13</sup> *Idem, ibidem.* p. 20.

aquisição de informações:

A intermediação financeira é a atividade de intercâmbio entre devedores e credores, a fim de efetuar a alocação de recursos em uma economia de mercado. O intermediário financeiro é uma indústria de empresas semelhantes que fazem e fortalecem acordos financeiros em um mundo imperfeito.<sup>14</sup>

O processo em destaque leva, portanto, a considerar que os motivos da existência de intermediação financeira apresentam clara simetria com o fato de as transações bilaterais entre compradores e vendedores não serem absolutamente eficientes. Nesse compasso, os intermediários se valem de sua posição de maior monitoramento e controle especializado das atividades para facilitar as necessidades e vontades dos agentes financeiros não-institucionais.

Em estreita síntese, a citar Gurley e Shaw, para a existência da intermediação financeira, faz-se necessária a existência da moeda (pecúnia) como demonstrativo do desenvolvimento do sistema econômico, da interrelação entre agentes superavitários e deficitários e da coordenação institucionalizadas dessas atividades financeiras por um intermediador.<sup>15</sup> No entanto, além disso, a atividade de intermediação financeira também deve ser visualizada sob dupla perspectiva, sendo uma a atividade financeira intermediada e outra a atividade financeira desintermediada. A primeira atividade é executada por instituições intermediárias, normalmente instituições financeiras, que captam recursos junto aos agentes econômicos superavitários, assumindo a obrigação de honrar a exigibilidade destes, e os emprestam aos agentes econômicos deficitários. Já a segunda é executada diretamente entre os agentes econômicos superavitários e os agentes econômicos deficitários, onde o papel das instituições financeiras é em regra apenas o de promover a conferência de valores.<sup>16</sup>

Entrementes, fruto das mudanças surgidas principalmente após a década de setenta do século passado, especialmente através das inovações tecnológicas e

---

<sup>14</sup> HELSTER, Donald D. On the theory of financial intermediation. *The economist*. Volume 142, Number 2, May, 1994. p. 133-149. p. 1. "Financial intermediation is the activity of coming between borrows and lenders in order to effect the allocation of resources in a market economy. A financial intermediary is an industry of similar firms which make and enforce financial arrangements in an imperfect world".

<sup>15</sup> GURLEY, J. G.; SHAW, E. S. *Money in a Theory of Finance*. Washington: Brookings Institution, 1960.

<sup>16</sup> Cf. CARVALHO, Fernando J. Cardim; SOUZA, FRANCISCO Eduardo Pires de; SICSU, João; PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de; STUDART, Rogério. *Economia monetária e financeira*. Rio de Janeiro: Campus, 2000. p. 242.

da atuação transnacional dos agentes, alguns sintomas tornaram-se capazes o bastante de ocasionar uma alteração nas estruturas usuais do mercado financeiro. A centralidade de que sempre dispuseram algumas instituições financeiras bancárias na alocação e realocação dos recursos foi mitigada em virtude de um processo de aparecimento de novas práticas e instrumentos que promoveram a transferência das atividades financeiras para outras instituições.

Algumas instituições como fundos de investimento, fundos de pensão, seguradoras e sociedades corretoras começaram a oferecer serviços de investimento e financiamento para seus clientes, de modo que as atividades antes exercidas exclusivamente pelos antigos bancos passaram também a ser executadas por agentes econômicos considerados não-bancários.<sup>17</sup> Assim, o avanço nas relações entre agentes financeiros migrou de um estado de estrita concentração de forças para um patamar de ramificação e flexibilização das atividades a ele relacionadas. Como ressaltam Gary Gastineau e Mark Kritzman, um momento de desintermediação onde ocorreu a “queda na relação tradicional depósito-empréstimo entre bancos e clientes e aumento na relação direta entre poupadores e investidores.”<sup>18</sup>

Quando se fala que o mercado se tornou desintermediado financeiramente, quer-se dizer na verdade a readequação de poder existente na financeirização da riqueza. Isso não significa, necessariamente, um caminho de total perda da intermediação financeira, antes apenas a formação de uma nova roupagem no ambiente institucional, agora disperso ante o aparecimento de novos sujeitos capazes de também se envolverem na aproximação da captação à aplicação de recursos.

A exemplo do que ocorre no mercado de valores mobiliários, ou de capitais, mesmo que não se possa falar de uma intermediação financeira que aloca e realoca capital, há uma atividade, no mínimo, anguladora das prestações de ambas as partes da relação. Nesse sentido, melhor classificar o processo em destaque como provocador do surgimento da prestação de um *pool* de serviços antes apenas ofertados pelas instituições de crédito bancário. A (inter)mediação se faz presente, apenas condicionada a um novo *modus operandi*, intrinsecamente

---

<sup>17</sup> Cf. YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 151.

<sup>18</sup> GASTINEAU, Gary L.; KRITZMAN, Mark P. *Dicionário de administração de risco financeiro*. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 2000. p. 141.

relacionado com a readequação institucional do mercado.

## 2.2 DELIMITAÇÃO INSTITUCIONAL

O mercado financeiro passou por um processo de evolução que guarda íntima relação com o contexto de transformações sentidas pelo próprio sistema capitalista. Considerando o importante papel da intermediação no sistema de poupança-investimento, em vistas da acumulação de capital, referido mercado se tornou um imponente sujeito nas relações entre o mercado e a sociedade.

De acordo com Roberto Mosquera:

O mercado financeiro e o mercado de capitais surgiram em decorrência do fluxo de capitais que é inerente a todas as comunidades sociais. Com efeito, os homens desde os primórdios d civilização começaram a relacionar-se e dentre as diferentes espécies de relacionamento temos as relações financeiras e de troca. Para suprir suas necessidades pessoais e familiares, o ser humano acaba por prestar serviços em troca de uma remuneração. Tal contrapartida se dava mediante o pagamento de bens de consumo ou, quando do surgimento da moeda, por intermédio de pagamento em pecúnia. Desse dado social, começa a emergir na sociedade um conjunto de relações de cunho comercial e financeiro que revelaram a circulação da riqueza entre os homens.<sup>19</sup>

Contudo, embora no sentido depreendido do texto acima algumas práticas financeiras possam ser datadas mesmo da Antiguidade, o mercado financeiro como espaço próprio somente começou a estruturar-se institucionalmente a partir do surgimento dos bancos. Na fase pioneira, estes se limitavam a pequenas operações de depósitos e empréstimos, longe de qualquer atuação estatal, permeando as figuras de simples cobradores e emprestadores de moeda. Mais adiante, o mercado especializou sua própria gestão, oferecendo, em conseqüência, produtos condizentes com uma capacidade cada vez maior de atração do público. Nesse quadro, a intermediação de recursos financeiros começou a se valer da ajuda de bancos mais interessados em ofertar uma multiplicidade de produtos capazes de intermediar o crédito entre depositantes e tomadores de recursos.

Finalmente, chega-se ao mercado financeiro atual, financeirizado economicamente. Com o desenvolvimento do mercado de capitais, além dos bancos, surgem também as Bolsas de valores, as seguradoras e os chamados

---

<sup>19</sup> *Op. cit.* p. 258.

investidores institucionais, inflamados pelo processo de globalização econômico-financeira. A estrutura do mercado financeiro ganha novos atores, novos espaços de negociação e, portanto, novos arranjos. A economicidade típica às operações financeiras do mercado atinge, portanto, estágios diferentes de organização. Por conseguinte, as bases estruturais do sistema são também constantemente realinhadas, de acordo com padrões institucionais que continuamente são reenquadrados de acordo com as funções e os objetivos preteridos pelos agentes do mercado.

### 2.2.1 Demarcação jurídico-econômica

Como lócus destinado à circulação de moeda (mesmo fictícia) e à transferência de bens e serviços, ou, à própria criação da riqueza, o mercado financeiro abarca todo o fluxo de capitais entre agentes carentes de recursos e outros destes providos. É um ambiente que, reflexivamente, apresenta um perfil econômico muito denso - haja vista a escassez de mercadorias *lato sensu* – e de cunho jurídico relevante na relação negocial.

Por isso, a expressão “mercado financeiro” guarda consigo delimitações semânticas que, a depender do contexto, oferecem diferentes significados. Termos como mercado financeiro, mercado de crédito, mercado de capitais, mercado de valores mobiliários etc., são, por exemplo, utilizadas sem o devido cuidado científico, do que precisa, portanto, de uma exata compreensão.

De acordo com Juliano Pinheiro, os mercados financeiros são “o mecanismo ou ambiente através do qual se produz um intercâmbio de ativos financeiros e se determinam seus preços.”<sup>20</sup> Acrescentando, segundo Otavio Yazbek, “tal mercado cumpre as suas funções a partir de uma progressiva ‘financeirização’ das relações econômicas, ou seja, de um processo pelo qual essas relações são, em certa medida, ‘monetizadas’ e incorporadas a instrumentos negociáveis.”<sup>21</sup>

Em termos classificatórios, enquanto Paulo Sandroni identifica no mercado financeiro o conjunto de operações dos mercados monetário e de

---

<sup>20</sup> *Op. cit.* p. 74.

<sup>21</sup> *Op. cit.* p. 126.



capitais,<sup>22</sup> Andréa Andrezo e Iran Lima aceitam a divisão do mercado financeiro propriamente dito segundo os prazos das operações, do que resultam os mercados de crédito e de capitais.<sup>23</sup>

Não obstante, na concepção econômica mais usual, o mercado financeiro é conceituado de acordo com os tipos de operações nele desempenhadas, subdividindo-se em quatro submercados, quais sejam o monetário, o de crédito, o de câmbio e o de capitais. De acordo com o primeiro, controla-se a liquidez da moeda disponibilizada, através de atividades típicas de política monetária governamental. Em relação ao segundo, a concessão de crédito e financiamento destaca-se para suprir as necessidades do consumo e do capital de giro das empresas, por meio de instrumentos de curto em médio prazos. Pelo mercado de câmbio, releva-se a compra e venda de moedas estrangeiras, englobando também atividades de financiamento à importação e à exportação. Por fim, através do mercado de capitais, denotam-se as operações de crédito de longo e médio prazo com o objetivo de fornecer ao setor produtivo (ou empresarial) o financiamento de suas atividades.

Todavia, como bem alerta a Comissão Nacional de Bolsas, “em termos didáticos, esses mercados são apresentados de maneira estanque, embora na realidade a interação entre eles seja total, com mudanças nas variáveis de um deles se propagando imediatamente por todos os outros.”<sup>24</sup> Apesar de a última classificação ser mais satisfatória que as outras relatadas, ela também apresenta restrições, na medida em que mostra uma situação inflexível; é importante para a dissecação de soluções complexas, mas inválida se desconsiderada estática.

Nesse sentido, como sustenta Luiz Rudge e Francisco Cavalcante, “o mercado financeiro é o mercado local onde o dinheiro é gerido, intermediado, oferecido e procurado, por meio de canais de comunicação que se entrelaçam na formação de sistemas.”<sup>25</sup> Em termos econômicos, a condição de liquidez que deve ser estabelecida no mercado será evidenciada a partir da combinação institucional entre instituições e instrumentos financeiros, com a finalidade de possibilitar a transferência de recursos advinda da canalização e mobilização da poupança

---

<sup>22</sup> SANDRONI, Paulo. *Novíssimo dicionário de economia*. 14. Ed. São Paulo: Best Seller, 2004. p. 387.

<sup>23</sup> ANDREZO, Andréa Fernandes. LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos atuais e conceituais*. São Paulo: Pioneira, 1999. p. 3.

<sup>24</sup> COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS. *Mercado de capitais: o que é, como funciona*. 5. Reimpr. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 15.

<sup>25</sup> RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco. *Mercado de capitais*. Belo Horizonte: CNB, 1996. p. 36.

nacional.

Contudo, a compreensão econômica não resolve todo o problema conceitual acerca do mercado financeiro. O jurista necessita de uma delimitação própria acerca dos institutos, inclusive condizente com a peculiar consideração sistemática que carrega consigo. Até porque, como ressaltado alhures, em suas mais diferentes expressões o mercado financeiro gera elementos que influenciam os processos decisórios intrínsecos ao Direito.

Desse modo, do ponto de vista jurídico, o mercado financeiro compreende a gama de relações negociais onde as instituições financeiras exercem influente papel de angulação das avenças jurídicas. Nesse caso, a assunção do princípio da autonomia da vontade privada enaltece a formação de uma contratação que ocorre nomeadamente sobre o viés financeiro, para adquirir direitos ou contrair obrigações, bem assim para extingui-los ou transferi-los.

As instituições financeiras como os fundos de investimento são verdadeiras partes ou centros de interesse nessa relação, de modo que, ao manifestarem suas vontades como fundamento ético da negociação, instrumentalizam as operações do mercado em destaque. Na realidade, muitas vezes percebe-se até mais atos ou fatos jurídicos que jurídicos, haja vista a peculiar capacidade de o mercado em apreço formar e autorregular um direito por ele próprio criado.

Diante desse quadro, a maioria dos doutrinadores da ciência jurídica<sup>26</sup> estabelece o marco jurídico do mercado financeiro de acordo com o papel desempenhado pelas instituições financeiras nas transações, diferenciando-o do de capitais. Segundo eles, enquanto no mercado financeiro *stricto sensu* a mobilização de recursos se dá através de uma entidade financeira que intermedia a negociação entre o detentor e o tomador de capitais, no mercado de capitais as operações financeiras ocorrem, em regra, diretamente entre os agentes superavitários e deficitários, estando a entidade financeira apenas na condição de interveniente obrigatória para amoldar as relações.

No mercado financeiro, o fluxo de recursos se vale da intermediação das instituições financeiras, de modo que o poupador e o necessitado da riqueza estabelecem uma relação indireta de negociação. Como destaca Luciana Dias:

---

<sup>26</sup> Cf. Roberto Quiroga Mosquera, *Op. cit.*; Andréa Andrezo e Iran Lima, *Op. cit.*

Em outras palavras, neste mercado, as instituições financeiras captam moeda com os agentes superavitários, remunerando-os com certos juros, e emprestam aos deficitários, cobrando deles outra taxa de juros, via de regra superior à primeira, sem que o detentor e o tomador da moeda excedente tenha qualquer relação direta entre si.<sup>27</sup>

Por isso, referido mercado também é denominado de mercado da intermediação financeira ou mercado de crédito, visto que as entidades financeiras atuam como parte ativa ou passiva principal da transação, assumindo riscos e mantendo uma relação capaz de unir o detentor ao tomador de recursos.

Ao contrário, no mercado de capitais a instituição financeira revela-se somente enquanto parte anguladora das prestações existentes entre agentes superavitários e deficitários. Nesse quadro há a intervenção obrigatória da entidade financeira nas relações, embora na qualidade de coadjuvante. Ou, como ressalta Roberto Mosquera:

No mercado de capitais, a pessoa jurídica financeira é prestadora de serviços por excelência. Não terá ela, como no mercado financeiro, operações de crédito ativas e passivas. No mercado de capitais a entidade financeira se apresenta como interveniente obrigatória nas operações onde haja fluxo de capitais. Sua função primeira é prestar serviços que viabilizem a mobilização da poupança, a transferência de recursos do detentor para o tomador de poupança ou, ainda, a aquisição por parte do poupador de participação em negócios de propriedade do necessitado de recursos.<sup>28</sup>

A não participação das instituições financeiras como parte ativa ou passiva principal do negócio, e as conseqüentes (i) não existência de relação direta entre poupador e tomador de capitais, e, (ii) não assunção de risco por parte de tais entidades, caracterizariam, portanto, o mercado de capitais.

Todavia, mencionadas ponderações devem ser vistas com as devidas ressalvas e zelo. Isso porque, em relação ao primeiro ponto, embora as instituições financeiras realmente não sejam os principais sujeitos de direito na efetivação dos negócios no mercado de capitais, não deixam, entretanto, de serem partes, ou centros de interesse que viabilizam a harmonização das vontades contrapostas dos contratantes, assumindo direitos e obrigações que as qualificam também como importante vetor dessa relação contratual financeirizada.

---

<sup>27</sup> DIAS, Luciana Pires. *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*. Dissertação (Mestrado e, Direito Comercial). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. p. 16.

<sup>28</sup> *Op. cit.* p. 260.

Conseqüentemente, ao passo em que se verifica uma relação menos direta na relação entre poupadores e tomadores de recursos, isso também não significa que não haja uma intermediação financeira. O contato entre os pólos extremos da negociação, quase sempre, não ocorre de forma direta, mas com, no mínimo, o auxílio de uma entidade no manejo das prestações. Assim, um espaço de desintermediação só pode ser cogitado atento à figura dos bancos, e mesmo assim de modo relativo, haja vista, ainda, a necessidade de especialistas como figura-meio da efetivação das negociações no mercado de capitais.

Por último, a despeito de não assumirem riscos que comumente são acolhidos pelas instituições do mercado financeiro propriamente dito, as entidades do mercado de capitais também adotam parcela de risco em suas negociações. Seja pela subscrição, para posterior venda, dos valores mobiliários recém-criados, ou mesmo na garantia da solvência de algumas operações realizadas nas Bolsas de Valores brasileiras, referidos entes participam da alocação de parte dos riscos inerentes ao processo, embora não nas mesmas espécies dos sujeitos do mercado financeiro.

Desta feita, mercado financeiro *stricto sensu* e de capitais, na acepção jurídica, diferenciam-se somente de acordo com a importância atribuída aos contextos analisados, pesando mais sobre o primeiro em relação ao segundo. Entretanto, são relevantes instituições do sistema jurídico, recebendo regramentos condizentes com a boa ordenação das normas de conduta neles envolvidas, com o fim especial de favorecer a mobilização da poupança nacional e proteger, ao mesmo tempo, a economia popular.

### **2.2.2 Estrutura do Sistema Financeiro Nacional**

O Sistema Financeiro expressa o conjunto de agentes econômicos que se relacionam com os poupadores e tomadores de recursos. É formado pelo mercado financeiro *lato sensu*, pelos atores estatais a ele relacionados e, especificamente, por aqueles que se utilizam desse espaço na qualidade de sujeitos-investidores.

De acordo com Eduardo Fortuna, “até 1964, o Sistema Financeiro Nacional carecia de uma estruturação racional adequada às necessidades e

carências da sociedade como um todo”.<sup>29</sup> O ideário até então estruturalista, de formação de instituições para a efetivação das operações financeiras, cedeu lugar a uma política regulamentar de maior estímulo ao desenvolvimento financeiro vertical, relacionada ao aumento da quantidade de ativos financeiros negociados em estreita proporção às atividades econômicas globais.<sup>30</sup>

Como ressalta Otávio Yazbek, por este modelo, que combinava os chamados *financial broadening* (correspondente ao número de instituições e modalidades de operações a elas realiccionadas) e o *financial deepning* (vinculado ao número de produtos financeiros frutos da era da financeirização):

Procurava-se atender a algumas necessidades concretas de uma economia que demandava novos instrumentos de financiamento, estando até então atrelada, no mais das vezes e por força do pouco refinamento do mercado (ao qual se aplicava ainda a lei da usura) e das altas taxas de inflação, ao financiamento bancário de curto prazo.<sup>31</sup>

Dentro dessa perspectiva, uma série de leis seguiram-se para a efetiva remodelação do sistema financeiro brasileiro, em especial as Leis nº 4.595/1964, 4.728/1965, 6.385/1976 e 6.404/1976, que definiram os traços marcantes das entidades financeiras e os instrumentos de mercado a elas correspondentes, no mercado financeiro *stricto sensu* e no mercado de capitais.

Do ponto de vista estrutural, no caso específico do Brasil, o Sistema Financeiro Nacional (SFN) surgiu como um projeto mais estruturante, para a criação de um verdadeiro mercado financeiro ainda não institucionalizado. Em termos de organização de cúpula, o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (Bacen/BC) foram conseqüentemente criados com o fito de desenvolver e organizar o mercado financeiro, antes assistemático e de certa forma arcaico. Posteriormente, pretendendo reordenar os órgãos de gestão do sistema financeiro e ampliar o plexo de atividades e produtos financeiros, foi promulgada a Lei nº. 4.728/1965, nomeadamente para regulação do mercado de capitais e da distribuição de valores mobiliários. Por último, junto à criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) através da Lei nº. 6.385/1976, uma legislação acionária mais robusta adveio da Lei nº. 6.404/1976, propondo a apresentação de regras

---

<sup>29</sup> FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 12. Ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999. p. 11.

<sup>30</sup> Cf. ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Op. cit.* p. 13.

<sup>31</sup> *Op. cit.* pp. 267-268.

consistentes para um mercado até então incipiente no Brasil.

Todavia, com as décadas de setenta e oitenta e o clima de desconfiança gerado pelas crises do petróleo e a queda acentuada da euforia inicial do mercado de capitais, o sistema financeiro passou por uma adequação ao novo ambiente, regulamentando as atividades das instituições de previdência privada, reforçando o sistema de custódia e negociação de títulos públicos e privados (com a criação da SELIC e da CETIP, respectivamente), inaugurando a instância recursal para decisões punitivas do CMN e do Bacen (através do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional-CRSFN) e, principalmente, aprimorando-se de acordo com os regramentos internacionais.

No curso da última década, com o nascimento da estabilidade econômica - embora ainda incipiente - e o ingresso mais forte do país no contexto financeiro internacional, novos regimes são acentuados no intuito de mitigar riscos sistêmicos, mais de acordo com uma regulação prudencial e, igualmente, de condutas, com o alargamento da competência da CVM. Nesse sentido, em um curto espaço de tempo o sistema financeiro nacional passou por profundas reformulações estruturais, adequado às necessidades surgidas *pari passu* no mercado como um todo, e que fez com que o papel dos agentes institucionais fosse gradativamente remodelado, passando as entidades financeiras por demandas tendentes a garantir um mercado mais sólido, líquido e transparente para o investidor.

Por isso, o sistema financeiro nacional compõe-se hoje das características institucionais aqui traçadas, subdividido entre um subsistema normativo, responsável pelo controle e supervisão do controle das entidades financeiras, e um subsistema operativo, que engloba as instituições financeiras públicas ou privadas que atuam junto ao mercado financeiro.

Acerca dos órgãos de regulação e fiscalização do mercado financeiro e de capitais, as instituições que fazem parte do Sistema Financeiro Nacional são os já mencionados Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil, Comissão de Valores Mobiliários e Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

O Conselho Monetário Nacional é um órgão colegiado do SFN, a instituição maior desse sistema, responsável por coordenar as políticas monetária, de crédito, orçamentária e fiscal, a dívida pública interna e externa. É o agente deliberativo máximo do sistema financeiro do país, cabendo a ele, inclusive, a fixação de normas gerais para a constituição, organização e operações dos

intermediários financeiros.

Já o Banco Central do Brasil é o órgão executor das políticas traçadas pelo CMN, especialmente de crédito e cambial. Supervisiona as demais instituições que operam no mercado financeiro e garante a solidez do sistema financeiro nacional, sendo igualmente competente para autorizar o funcionamento das instituições financeiras nacionais. É, ademais, o chamado banco dos bancos, o gestor do sistema financeiro brasileiro, executor da política econômica, ou o instrumento financeiro por meio do qual o Estado intervém diretamente no sistema financeiro e, indiretamente, na economia.

Criada através da Lei nº. 6.385/1976, a Comissão de Valores Mobiliários, por sua vez, responsabiliza-se por regular o mercado de capitais e seus agentes econômicos. Disciplina e fiscaliza a emissão e distribuição de valores mobiliários, assim como sua consequente negociação e intermediação, mediante um sistema de regulação que combine a esmerada persecução dos interesses das companhias abertas com a proteção do investidor. É uma entidade de apoio, autônoma e descentralizada, mas vinculada aos escopos governamentais.

Por último, enquanto órgão integrante do Ministério da Fazenda, o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional representa o sujeito competente para principalmente julgar, em segunda e última instância, os recursos que são interpostos das penalidades aplicadas pela CVM e pelo Bacen.

Além disso, em sede mais específica, atinente às instituições financeiras do subsistema operativo, há de se destacar a sua composição por entidades que atuam no mercado financeiro, que, de acordo com o artigo 17 da Lei n. 4.595/1964, são:

As pessoas jurídicas públicas ou privadas que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.

Como instituições com características tipicamente bancárias, existem os bancos comerciais, as caixas econômicas, as cooperativas de crédito e os bancos múltiplos. Formam o subsistema operativo bancário. Noutra parte, as instituições não monetárias (que trabalham com ativos financeiros não monetários) contam com bancos de investimento; sociedades de arrendamento mercantil; sociedades de

crédito, investimento e financiamento; e sociedades de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimos. Formam o subsistema operativo não monetário. Por fim, como entidades distribuidoras de títulos e valores mobiliários, relevam-se as bolsas de valores, as bolsas de mercadorias e futuros e as sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários. Isso sem olvidar, ademais, a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) e a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP), enquanto instituições do subsistema operativo de liquidação e custódia de ativos e títulos financeiros.

Diante desse cenário, percebe-se que o sistema financeiro nacional caminhou para a efetivação de um mercado aprofundado em termos de instituições financeiras e, ao mesmo tempo, alargado para abranger a maior quantidade de produtos financeiros que pudessem ser disponibilizados ao seu público alvo.

Essa estrutura permitiu que a aplicação financeira se tornasse um importante elo, também, de criação da riqueza, considerada sob o ponto de vista do investimento. A acumulação de capital propiciou mais que a simples transferência de renda entre o tomador e o aplicador, favorecendo o surgimento de uma última espécie institucional do sistema financeiro, condizente com a intermediação da geração de renda adicional advinda do investimento.

Nesse sentido, a participação dos investidores institucionais no cenário estrutural financeiro nacional também se revelou exponencialmente evoluída, enquanto verdadeiras associações concorrentes para a ampliação do universo de investidores no país. Passaram a participar do sistema financeiro nacional na qualidade de entidades auxiliaadoras do subsistema operativo, também sob a supervisão do subsistema normativo, e com importante papel no arranjo institucional desse mercado.

Como ressalta a Comissão Nacional de Bolsas, sua importância “deve-se ao seu porte, visão de longo prazo, gestão profissional, perfil de risco diferenciado em relação aos demais e contribuição na eficiência e no desenvolvimento do mercado.”<sup>32</sup>

Desde a antiga Companhia das Índias, que nada mais representava que uma associação de capitais nobres e burgueses para expansão dos negócios,

---

<sup>32</sup> COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS. *Op. cit.* p. 243.



passando pela Revolução Industrial e, mais atualmente, chegando-se à formação dos fundos mútuos, os investidores institucionais expressam a forma mais fácil e organizada de investimento coletivo. Captam grande quantidade de recursos junto ao seu respectivo público, fornecendo, em contrapartida, uma gestão especializada na realização das operações preteridas pelos seus clientes.

Em conclusão, são os profissionais da aplicação das poupanças, nomeadamente representados pelos fundos de pensão e entidades de Previdência Complementar, pelas companhias de seguros e capitalização, pelas companhias de investimento, pelos clubes de investimento e pelos fundos de investimento. Estes últimos, aliás, constituídos como objeto de estudo do presente trabalho.

### 3 OS FUNDOS DE INVESTIMENTOS

Os fundos de investimento são considerados entidades de aplicação da poupança coletiva com grande capacidade de caracterização das principais peculiaridades que remanescem sob o prisma da atual globalização econômica. Expressam a agudização do adjetivo financeiro sobre os negócios interpessoais, a desterritorialização dos ativos monetários e, sob o prisma legal, objeto de normas que ainda resistem a uma concreta e uniforme substancialidade.<sup>33</sup>

Como adverte Ricardo Freitas:

Difícilmente se verá o jurista diante de tema mais interessante e complexo, com uma multiplicidade de feixes de relações internas e externas a suscitar minuciosa indagação de seu alcance e efeitos, sem embargo do aspecto social que o envolve.<sup>34</sup>

Por isso, importa ressaltar a necessidade de o Direito se debruçar sobre esses instrumentos conhecidos como fundos de investimento. Cabe delimitar suas fontes originárias, compreender o seu conceito e importância, extrair as características principais de suas contratações, sua natureza jurídica e os aspectos regulamentares que os cercam.

Ao contrário do que ocorre no investimento direto e individual, no investimento institucional determinada entidade torna-se a verdadeira responsável pela análise cada vez mais complexa dos jogos do mercado, de toda a carga de informação gerada continuamente e dos riscos intrínsecos a este processo. A exemplo do que ocorre nos fundos de investimentos, o investidor institucional empreende todos os esforços no sentido de escolher os melhores ativos segundo sua política de investimento, distribuí-los conforme o contratado e deliberar sobre seu controle interno e regras de *compliance* (segregação de funções), tudo como lógica de minimização da acirrada burocracia que envolveria o investimento individual. Nesse caso, o próprio fundo de investimento é o responsável direto pelo investimento, numa espécie de fenômeno de substituição à figura do investidor na alocação e capitalização da riqueza.

---

<sup>33</sup> Cf. FREITAS, Ricardo de Santos. Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento. *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. Coord. Roberto Quiroga Mosquera. São Paulo: Dialética, 1999. p. 132. “As normas em matéria de fundos de investimento, embora substanciais em número, não têm primado pela substancialidade da forma.”

<sup>34</sup> *Idem, ibidem*. p. 231.

Em conseqüência, devido a essa força catalisadora da economia coletiva e à elevada qualificação de seus profissionais, essas entidades passaram a engendrar uma transformação gradual nas estruturas que rodeiam os mercados financeiro *stricto sensu* e de capitais, realçando a posição de majestade que acabaram por gozar os investidores institucionais. Especificamente sobre os fundos de investimento, eles têm administrado uma carteira de ativos que representa algo, algumas vezes, superior até ao PIB de muitos países desenvolvidos, o que deixa claro seu poderio econômico-financeiro na distribuição de recursos.

Além disso, os fundos de investimento são entidades com um campo conceitual ainda pouco compreendido, seja por sua construção histórica divergente que vai dos *trusts* aos *investment trusts*, seja pelo perfil peculiar da contratação que evidencia, ou mesmo por sua natureza jurídica *sui generis*, sem exata correspondência com nenhum instituto do Direito vigente.

Outrossim, a disposição das regras a respeito de referidas entidades estão em constante evolução, em sucessivo desenvolvimento. No caso brasileiro, a iniciar-se com uma regulação incoerente do próprio sistema financeiro, chegou-se apenas em 2004 ao estabelecimento de um marco mais coadunado com o panorama internacional e à própria qualificação dos valores mobiliários que gravitam sobre o investimento dos fundos. Paralelamente a esse quadro, o próprio mercado desenvolveu um sistema de autorregulação para aprimorar e fortalecer o lócus financeiro *lato sensu*, no intuito de caminhar *pari passu* com o Estado para dotar as práticas operacionais de uma racionalidade mais justa, transparente e condizente com os escorreitos objetivos do público investidor.

Dessa forma, os fundos de investimento carregam características que significam-se próprias da atual globalização dos mercados e da financeirização econômica, num contexto peculiar de contínuo progresso e permanente esclarecimento. São pontos, aliás, que, ante a relevância atual prática e interdisciplinar, mostram o fascínio do referido instituto para a produção científica da dogmática jurídica.

### 3.1 EVOLUÇÃO HISTÓRICA, DESENVOLVIMENTO E RELEVÂNCIA NO CENÁRIO ATUAL

Os fundos de investimento encontraram elevado respaldo no cenário internacional por garantirem uma fórmula de comunhão administrada de recursos das mais diversas classes de investidores. No entanto, guardam divergências pontuais sobre sua origem, em um processo que vai do surgimento dos *trusts*, ainda na Idade Média, da afirmação dos *investment trusts* na Grã-Bretanha e nos Estados Unidos, e, por fim, da noção de desaparecimento do vínculo societário entre os membros da forma embrionária citada, o que batiza sua figura.

Com efeito, a depender do sistema jurídico de cada país, as formas de reunião de recursos sob uma estrutura única variaram. Os pontos em comum soaram apenas na facilidade operacional do produto comercial, de modo que o risco do negócio fosse diluído entre os participantes em função da diversidade de aplicações.

Originariamente, o instituto do *trust* foi constituído sob a forma de condomínio fechado no sistema feudal inglês e utilizado por banqueiros e corretores no final do século XIX para o financiamento do crescimento da economia americana após a Guerra Civil. A Inglaterra e os Estados Unidos tornaram a concepção de investimento coletivo rapidamente absorvida pelo mundo.

Para efeito de compreensão, o *trust* representa uma forma de obrigação fiduciária, por meio da qual, um instituidor fiduciante (*settlor, grantor ou depositor*) transfere a um fiduciário (*trustee*) a propriedade de bens ou direitos com o encargo de este administrá-los em favor de um determinado beneficiário (*cestui que trust*). O *trustee* age em nome próprio, porém em benefício de terceiro, podendo ser beneficiado pela atividades que desempenha. Representa uma espécie de divisão do próprio direito de propriedade, assemelhado à *equity* do sistema de *common law*, mas sem correspondência nos sistemas romano-germânicos.

Posteriormente, essa estrutura progrediu para o chamado *unit trust*, cuja forma societária ficou conhecida como *investment trust*, expressão última essa que, todavia, não guarda unanimidade a respeito de seu berço.

Alguns autores identificam na “*Allgemeene Nederlandche Maatsschappij ter Begunstiging van der Volsveit*”, surgida em 1822 em Bruxelas para

financiamento da atividade agrícola, e que mais tarde (após a separação entre Bélgica e Holanda) passou-se a denominar-se “*Société Générale des Pays Bays*”, a sua origem. Ocorre, entretanto, que essa forma existiu apenas para facilitar o ingresso de títulos estrangeiros no mercado nacional, sendo, como tempera Oscar Barreto Filho, antes mais “um banco de depósitos e de negócios.”<sup>35</sup> Outros doutrinadores, por sua vez, atribuem à Escócia o aparecimento da figura do *investment trust*, nomeadamente em virtude de algumas paróquias escocesas que se alinhavam a banqueiros para realizar investimentos.

Os *investment trusts* são, na lição atualizada de Aloysio Pontes, adotada de Jean Patrice Senn:

[...] organismos financeiros que, através da emissão de seus próprios títulos, concentram capitais de numerosas pessoas para lhes garantir, em condições financeiras superiores às da gestão direta, segurança e rendimento pelo emprego em valores mobiliários, de acordo com uma política de divisão e limitação de riscos, diversa da especulação, financiamento e controle de empresas.

Em outras palavras, representam instituições financeiras que, concentrando capitais de terceiros, utilizam técnicas para valorização dos recursos por eles administrados, objetivando também a limitação dos riscos e a diversificação da carteira. No caso, profissionais qualificados, com apurada titulação, prestam melhores condições à administração financeira que a gestão direta e individual dos investidores.

Por isso, apesar das controvérsias, segundo a maioria dos autores, o efetivo surgimento dos *investment trusts* deve-se à criação, em 1863, dos “*Average Investment Trusts*”, a que se seguiu a organização da *International Financial Society* e da *London Financial Association*, sucedidas pela *Foreign and Colonial Government Investment Trust*, em 1868. Com tamanho desenvolvimento nas terras britânicas, logo os Estados Unidos a absorveram.<sup>36</sup>

Eles passaram, então, a comportar o revestimento da forma jurídica (i) contratual, regendo-se por meio do instituto do *trust*, mais assemelhado aos fundos de investimento em condomínio, (ii) ou societária, parecendo verdadeiras

<sup>35</sup> SENN, Jean Patrice. *Les Sociétés d'investissement en droit français et comparé*. Paris, 1958, n<sup>o</sup> 3, p. 2. VANHAECKE, Michel. *Les Groups de sociétés*, Paris, 1962, n<sup>o</sup> 37, p. 44. *Apud* PONTES, Aloysio Lopes. *Instituições financeiras privadas*. Rio de Janeiro: Forense, 1973. p. 106.

<sup>36</sup> Cf. PINTO, Luís Felipe de Carvalho. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. Dissertação (Mestrado em Direito). São Paulo: USP, 2002. p. 7.

sociedades anônimas, a que correspondem as sociedades de investimento. Desse modo, alguns países encontraram na forma societária a melhor resposta para esses objetivos, ao passo que outros, numa forma mais convencional, de natureza eminentemente pessoal, a equação mais adequada.

No Brasil, como em outros da tradição romano-germânica, devido à inexistência de figura similar ao *trust*, a assimilação da idéia ocasionou, por conseguinte, a existência dessa dualidade de institutos. De um lado, as chamadas sociedades de investimento - como as sociedades em conta de participação e por ações - que geriam os recursos através de um *affectio societatis*, e de outro, os próprios fundos de investimento, que não guardam em sua qualificação as características societárias.

Ambos os institutos têm a mesma essência, mas os instrumentos jurídicos utilizados os distinguem. Os fundos desenvolveram-se através da noção de gestão indireta de recursos, na qual os investidores não guardam relação afetivo-societária, não estando associados em torno de um projeto comum de natureza econômica. Portanto, como anota Aloysio Pontes, “os fundos de investimento consistem na conjugação de poupanças de diversos investidores, sem qualquer propósito associativo.”<sup>37</sup>

Diante desse quadro, os fundos de investimento expandiram-se tanto que já na década de vinte do século XX detinham elevado prestígio por parte dos norte-americanos, sendo responsáveis, inclusive, por significativa parcela da causa do *crash* de 1929. Apesar da conseqüente falta de utilização oriunda da crise americana, uma série de atos legislativos<sup>38</sup> e a criação da SEC (*Securities and Exchange Commission*) proporcionaram um movimento de grande recuperação na economia americana; finalmente, com a promulgação do *Investment Company Act*, em 1940<sup>39</sup>, as companhias de investimento, incluídos os fundos de investimento, consolidaram novamente sua força.

A citar Fernando Gaggini, “com um cenário mais propício, os fundos voltaram a ganhar popularidade nas décadas de 50 e 60, e se desenvolveram mais

---

<sup>37</sup> *Op. cit.* p. 79.

<sup>38</sup> Na década de 30 o governo norte-americano, preocupado com a pujança de sua economia e a garantia de segurança aos investidores, promulgou alguns atos normativos para melhor disciplinar seu mercado. Em conseqüência, os principais foram o “*Securities Act*”, de 1933, que disciplinou a emissão de títulos no mercado, e o “*Securities Exchange Act*”, de 1934, que disciplinou o funcionamento das bolsas de valores.

<sup>39</sup> Essa legislação normatizou e traçou as diretrizes para o funcionamento das companhias de investimento, entre as quais figuravam os fundos mútuos de investimento.

consistentemente ao longo das décadas seguintes (70 e 80), atingindo seu auge nos anos 90.”<sup>40</sup>

No contexto brasileiro, os fundos de investimento surgiram timidamente a partir de meados da década de quarenta, ganhando maior realce em 1957 com a constituição do Fundo Crescinco, primeiro do tipo *open-end* (de natureza aberta, para entrada contínua de novos investidores) e de carteira diversificada.

Em termos legislativos, em 1965 editou-se a Lei 4.728, que regulamentou todo o mercado de capitais nacional e forneceu condições para uma expressiva expansão dos fundos, especialmente no início da década de setenta. No entanto, alguns contextos de crises internacionais e nacionais (como a do confisco Collor), proporcionaram uma relativa perda de força ao investimento institucional, que só retomou sua pujança após o início do Plano Real e a estabilização da economia.

Hoje, os fundos estão em pleno desenvolvimento, ao ponto de se arriscar afirmar que estão vivenciando seu auge. A recente crise dos *subprimes* de 2008 apenas desacelerou seu crescimento, sem estagná-lo. Prova disso, aliás, são os recentes dados divulgados pela ANBID, atual ANBIMA, ressaltando que em dezembro de 2009 o mercado doméstico de fundos apresentou captação líquida de R\$ 6,3 bilhões, registrando o melhor resultado desse período nos últimos seis anos. Uma movimentação de recursos que representou um patrimônio líquido total da indústria na marca de R\$ 1,4 trilhão, com crescimento de 24,5% em relação ao ano anterior.<sup>41</sup>

Ademais, o volume de recursos administrados pela indústria de fundos doméstica chegou a R\$ 1,482 trilhão no final de março de 2010, o que representa um crescimento de 4,5% em relação ao montante de dezembro de 2009 e, mais convincentemente, cerca de 40% do PIB nacional somado em 2009.

Por isso, a clareza de que os fundos atualmente despontam como importante instrumento do mercado financeiro. Existem de todos os tipos, desde os mais seguros aos mais arriscados, administrativamente organizados para movimentar o mercado como fonte de investimento a curto ou longo prazo, ou mesmo para financiamento dos setores produtivos. Além disso, a gestão dos

---

<sup>40</sup> GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Livraria e editora universitária de direito, 2001. p. 21.

<sup>41</sup> Disponível em: <[http://www.anbid.com.br/documentos\\_download/fundos\\_investimentos/boletins\\_mensais/Boletim\\_jan\\_10.pdf](http://www.anbid.com.br/documentos_download/fundos_investimentos/boletins_mensais/Boletim_jan_10.pdf)>. Acesso em: 21 abr. 2010.

mesmos é especializadíssima, decantada sobre profissionais capacitados para a prestação do serviço, e o capital total e risco inerente ao investimento diluído entre os participantes.

Via de regra, isso os coloca em posição representativa de altíssimo poderio econômico, desenvolvimento que, segundo Ricardo Freitas, é reflexo da própria evolução e sofisticação do mercado financeiro brasileiro, principalmente na última década.<sup>42</sup> Os fundos de investimento mantêm nítida correlação com a evolução do próprio mercado financeiro, expressam a substantividade da financeirização econômica e, num contexto nacional, são capazes, pois, de movimentar recursos nomeadamente altos no quadro econômico.

### 3.2 A LÓGICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO E A CONSTRUÇÃO DE SEU CONCEITO

Originados a partir da necessidade de se “democratizar” o acesso ao investimento coletivo, tornando-o construído em prol de um escopo comum, os fundos de investimento representam um eficaz instrumento de transferência de recursos, de modo a serem importantes sujeitos do mercado financeiro de intermediação de capital.

Nesse sentido, caracterizados como entidades independentes que captam dinheiro de investidores mediante emissão de cotas para utilização desse capital na aquisição de ativos financeiros<sup>43</sup>, os fundos de investimento funcionam:

[...] como uma sociedade de investidores, organizada por uma instituição financeira ou por um administrador de recursos. É uma espécie de condomínio, onde cada participante é proprietário de cotas. Nessa sociedade, cada investidor entra comprando cotas da carteira que tem o perfil desejado. E depois sai do investimento vendendo estas cotas. Os investidores movimentam livremente o capital. Os rendimentos obtidos são distribuídos aos cotistas de acordo com o número de cotas de cada um. O ganho ou prejuízo estará expresso na diferença de preço entre a compra e a venda das tais cotas.<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. Tese (Doutorado em Direito) São Paulo: USP, 2004. p. 234.

<sup>43</sup> SHARPE, William F; ALEXANDER, Gordon J.;BALLEY, Jeffery V. *Investments*. 5. ed. New Jersey: Prentice Hall, 1995. p. 01.

<sup>44</sup> CONHEÇA o que são fundos de investimentos. *O Estado de São Paulo*. São Paulo, 29 de maio de 2002.



Prepondera, do ponto de vista econômico, nada mais que uma reunião de forças no intuito de alavancar o crescimento dos recursos por elas aplicados sob uma estrutura única. A repartição ou limitação dos riscos combinada a uma gestão profissionalizada do capital torna o campo em destaque atraente aos olhos dos investidores.

Há, portanto, uma coletivização de bens e direitos para a valorização do patrimônio. No dicionário Houaiss da língua brasileira, por exemplo, a palavra fundo representa a “concentração de recursos de várias procedências para qualquer fim”, ou, a “concentração de recursos de diferentes procedências para, mediante financiamentos, se promover a consolidação ou o desenvolvimento de um setor deficitário da atividade pública ou privada”; já fundo de investimento significa, por sua vez, a “concentração de recursos administrados por uma empresa de financiamento que os aplica em carteira de títulos ou em valores mobiliários, distribuindo proporcionalmente pelos quotistas os resultados de tais aplicações.”<sup>45</sup>

Como tempera a ciência filosófica, a condução pela pesquisa etimológica deve ser tida com prudência, nunca dispensada, haja vista que a raiz do vocábulo muitas vezes revela a chave de seu conceito. A persecução das normas e princípios gerais que devem ilustrar no arcabouço institucional dos fundos de investimento conduzem à solução de conflitos que porventura recheiam o ordenamento jurídico.

Nesse contexto, desde os tempos mais remotos - que indicavam a palavra *fundus* como representativo de raiz, mergulho, aquilo que está no solo, no fundo; passando pelo direito canônico, que através da Lei Romana n. 1.402, de 19/06/1873, instituiu o Fundo para o Culto, de gestão separada dos demais recursos da cidade e em benefício da religião romana; e permeando na Itália o emprego do termo como sinônimo de poder sobre terreno rústico ou urbano – a expressão resultante sobre os fundos de investimento sugere algo fecundo, que floresce sobre a administração de determinado solo, ou, poder.

Na verdade, não destoam as diferentes afirmações sobre a origem dos termos construídos sob a denominação “fundo”, de modo que em todas as situações a expressão “concentração de recursos” precede a compreensão sobre o que ele seja, denotando a formação de um patrimônio.

De acordo com Fernando Gaggini:

---

<sup>45</sup> HOUAISS, Antônio; VILAR, Mauro de Salles. *Dicionário Houaiss da língua portuguesa*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2001.

Os fundos de investimento partem da premissa de que a junção do patrimônio de diversas pessoas permite a obtenção de melhores resultados para o todo em relação aos que seriam obtidos isoladamente, ao mesmo tempo em que representam um novo canal de investimento, em especial para pequenos investidores, que podem assim ter acesso aos mais variados produtos financeiros, que de outra forma seriam inacessíveis.<sup>46</sup>

Na mesma linha de pensamento, Arnaldo Wald afirma que “o fundo é um patrimônio com destino específico, abrangendo elementos ativos e passivos vinculados a um regime, que os une mediante a afetação dos bens a determinadas finalidades.”<sup>47</sup>

Desse modo, os fundos de investimento realizam uma atividade típica de intermediação financeira, ao captar recursos do público investidor e repassá-los na aquisição de ativos financeiros. Especificamente, o capital acumulado é destinado à aplicação em uma carteira diversificada de títulos e valores disponíveis no mercado, os quais representam, do ponto de vista do investidor, uma parcela de seu investimento, mediante a relação com suas respectivas cotas.

Os fundos de investimento guardam estreita relação com a formação da poupança, sua preservação e conseqüente capitalização. Além da rentabilidade, os investidores buscam segurança, boa liquidez e facilidade de administração, características essas que podem facilmente ser visualizadas nas citadas entidades. A limitação do risco é garantida pela própria diversificação do investimento, realizado geralmente em uma carteira (ou portfólio) com variados tipos de aplicações; a liquidez, pelo resgate a qualquer tempo dos recursos ingressos; por último, a gestão, pela administração financeiras de especialistas qualificados tecnicamente para a tarefa em destaque.

Contrariamente às sociedades de investimento, que se formam sob um vínculo societário, os fundos reúnem-se em torno de uma aglomeração de recursos entre seus participantes, sem qualquer propósito associativo. O instrumento jurídico utilizado no caso da formação do fundo de investimento torna o patrimônio oriundo das aplicações de propriedade direta dos investidores, não surgindo daí, entretanto, um patrimônio autônomo e independentemente do de seus sócios; há uma comunhão de recursos, deflagradora de um verdadeiro condomínio, não uma

---

<sup>46</sup> *Op. cit.* p. 17.

<sup>47</sup> WALD, Arnaldo. Da natureza jurídica do fundo imobiliário. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: v. 80, p. 15-23, out. dez. 1999.

sociedade empresarial.

Em última instância, do ponto de vista regulamentar, a Instrução nº 409/2004 da CVM, em seu art. 2º, passou a definir o fundo de investimento, por sua vez, como uma “comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em títulos e valores mobiliários, bem como em quaisquer outros ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais”. Revela-se uma construção conceitual que demarca a natureza condominial dos fundos - condicionados à co-propriedade -, sua feição já destacada de aglutinação de capital e consequente destinação deste no investimento sobre ativos oferecidos no mercado financeiro.

### 3.3 ASPECTOS ESTRUTURAIS

Os fundos de investimento comportam algumas características que os distinguem dos *trusts* do direito anglo-saxão ou dos *investment trusts*, intimamente relacionadas também com aspectos diretamente vinculados à política de investimento que devem seguir. Para empreenderem os melhores esforços em prol da concretização do binômio poupança-investimento, eles se valem, então, de uma estrutura sistematizada de agentes qualificados para a eficiente valorização da comunhão de recursos a eles responsabilizada.

Ao não comungarem da qualificação societária, e, portanto, em virtude de não terem personalidade jurídica própria, os fundos de investimento são legitimados ao exercício de suas funções através de uma instituição profissional administradora autorizada pelo órgão regulador a lhes representar, ou melhor, a atuar em substituição aos interesses de seus participantes. Nesse caso, limites são determinados para um procedimento transparente das atividades, competente o bastante para viabilizar uma política de investimento que não contrarie as normas de boa conduta e regulamentares.

É uma forma de conferir uma maior segurança ao investimento coletivo, por intermédio de um esquema de departamentalização de tarefas. Nesse sentido, o fundo de investimento acaba ganhando também uma feição de entidade tendente a perceber menos ingerências más do meio externo, acobertada pela instituição administradora que responsabiliza-se pela gestão das suas aplicações.

De maneira segregada e independentes entre si, administração e fundo de investimento proporcionam, portanto, uma estrutura apta a ampliar a rentabilidade, ou, a fomentar proteção à poupança dos investidores. Em sede específica, separam suas atividades para evitar conflitos de interesses entre seus patrimônios, além de desenvolverem um sistema de controle interno capaz o bastante para eliminar eventuais interferências que possam repercutir na escoreta relação com o público investidor.

### **3.3.1 Sujeitos envolvidos e seu papel na linha de organização do investimento**

Enquanto entidades representativas da concentração de recursos de uma variada gama de investidores, os fundos de investimento se edificam sob uma estrutura administrativa segregada por determinadas funções para o melhor desempenho de suas atividades. Eles contam com um sistema hierárquico-funcional de administração especializada, capacitada a implementar estratégias de investimento condizentes com as preferências mercadológicas.

Como salienta Rogério Monteiro:

A administração compreende todos os serviços relacionados, direta ou indiretamente, com o funcionamento dos fundos sob a responsabilidade do administrador, e podem ser prestados por ele quanto por terceiros, contratados pelo administrador em nome do fundo de investimento.<sup>48</sup>

Desse modo, quando o investidor decide aplicar os seus recursos financeiros em um investidor institucional de tal qualificação, está participando de uma estrutura simetricamente organizada, distribuída sob a responsabilidade de figuras como o gestor da carteira de investimento, o custodiante, o distribuidor e, principalmente, o administrador do fundo. Eles gerem o risco, negociam os ativos e administram os recursos da classe de investidores sob seu encargo.

Em conseqüência, aquele que passa a ter uma parcela de capital investido no fundo de investimento, torna-se cotista deste. Como ocorre num edifício, onde cada um detém o direito de propriedade sobre sua parcela ideal, através do investimento realizado o investidor também adquire a relação de senhoridade sobre parte do capital total correspondente à sua aplicação. Igualmente, como também no

---

<sup>48</sup> MONTEIRO, Rogério. Responsabilidades do administrador de fundos de investimento. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. Ano 8. n. 30. Outubro-dezembro de 2005. p. 286.

prédio paga-se um terceiro para coordenar determinadas atividades da referida coisa (jardineiro, porteiro etc.) e são estabelecidas regras de funcionamento, nos fundos há as mesmas características.

Por isso, por intermédio de uma espécie de mandato, o cotista outorga a administração de seus recursos ao fundo, que, ante sua departamentalização de funções, passa a geri-los. É uma gestão profissional, que abarca para si todos os procedimentos essenciais à melhor aplicação do investimento, em substituição à individual coordenação de tarefas pelo próprio investidor.

Nesse contexto, uma primeira figura que pode ser integrante da estrutura é o gestor, responsável pela escolha dos títulos e valores mobiliários que formam a carteira do fundo, bem como a procedência das ordens de compra e venda desses respectivos ativos. Ele pode ser uma equipe ou mesmo um único profissional (inclusive o próprio administrador), domiciliado no país e registrado na Comissão de Valores Mobiliários, incumbido da gestão do patrimônio do fundo de investimento. Acompanha o mercado e procura definir os melhores momentos de formação do portfólio do fundo, condizente com a política de investimento estabelecida em seu regulamento.

O custodiante, por sua vez, também registrado na CVM para o exercício de sua função, é a figura competente para a guarda dos títulos que compõem a carteira de investimento. Como o próprio nome sugere, ele tutela perante o mercado os valores que os fundos recebem, embora também efetive a liquidação das operações envolvendo os títulos e valores custodiados.

Já o distribuidor, embora não definido no estatuto social do fundo, possui a tarefa de captar recursos junto a investidores potenciais ou não, ofertando-os cotas, de forma individual ou coletiva. Deve ser esorroito e astuto, atuando como uma espécie de vendedor dos ativos em carteira do fundo para a simultânea repartição de riscos no contexto conjunto do investimento.

Por último, o administrador, qualificado como aquele que *prima facie* se responsabiliza civil e criminalmente por todo o funcionamento do fundo, controlando todos os prestadores de serviço e defendendo os interesses dos cotistas.<sup>49</sup>

---

<sup>49</sup> Sobre administração de fundo de investimento, importante destacar as modalidades de gestão que podem ser exercitadas, discriminadas sob as terminologias ativa e passiva, o que, via de regra, desemboca na qualificação agressiva ou conservadora do próprio fundo. Na primeira, os fundos visam a alcançar uma rentabilidade superior à do índice utilizado como referência (benchmark), ou, em sentido semelhante, não mantêm compromisso com nenhum índice específico; na alocação dos

Representando, inclusive, o fundo de investimento perante os órgãos reguladores, ele deverá empregar todas as diligências exigidas pelas circunstâncias para assegurar os direitos dos investidores, buscando, de forma transparente, as melhores condições para o fundo.

Em linhas gerais, além da qualificação inerente ao corpo funcional, as competências de cada centro de responsabilidade necessariamente sintetizam a evidente profissionalização das atividades do fundo de investimento. Embora o administrador possa solitariamente gerir todas as relações do fundo de investimento, a descentralização de suas funções denota uma rede interconectada de encargos e deveres perante o investidor.

### **3.3.2 Política de investimento, segregação de funções e controle interno**

A política de investimento, a segregação de funções no contexto funcional dos fundos de investimento e a existência de controle interno sobre as tarefas consequentemente por ele desempenhadas, reproduzem os limites sobre os quais referidas instituições devem atuar, abrangendo políticas de departamentalização profissional e de resistência a conflitos por meio de regras claras sobre seu perfil de investimento e por meio de sistemas de constante proteção das atividades executadas.

Nesse sentido, em primeiro momento o fundo de investimento deve fomentar para o público investidor a sua política de investimento - um dos aspectos estruturantes do regulamento dos fundos de investimento<sup>50</sup> -, determinando em especial os riscos a que estarão sujeitos as respectivas entidades, os percentuais-limites de determinados ativos da carteira e em que mercados irá atuar. Trata-se da definição documental do estilo de investimento, tanto em relação ao perfil agressivo ou não, quanto no que se refere aos produtos financeiros disponibilizados em carteira.

No mesmo turno, denotando especial importância ao dever de

---

ativos que comporão a carteira do fundo, o gestor deverá observar os riscos e retorno que podem ser presumidos destes, determinando por consequência a melhor perspectiva de rentabilidade. No segundo caso, por sua vez, os fundos buscam simplesmente reproduzir o retorno do índice de mercado referencial, acompanhando seu desempenho.

<sup>50</sup> O regulamento dos fundos de investimento representa as regras de seu funcionamento e operacionalização. Resta-se simplificado através do prospecto respectivo.

transparência do administrador, como ressalta Eduardo Dotta:

A transparência na administração dos fundos de investimento é de tal importância que a regulamentação do setor impõe aos administradores a segregação das demais atividades da instituição (política denominada de *Chinese wall*) e a implementação de rígidos controles internos, por intermédio de políticas de *compliance*.<sup>51</sup>

Com isso, através da separação da administração de recursos de terceiros das demais áreas da instituição administradora, busca-se também uma política de investimento que esteja blindada contra as principais interferências e conflitos de interesse capazes de atingir o bom andamento do fundo. Em conseqüência, evita-se também a chamada informação privilegiada, decorrente de quando duas partes, ao transacionarem, uma delas detém mais informações do que a outra, seja *ex ante* (seleção adversa) em relação às características do que está sendo comprado ou vendido, seja *ex post* (risco moral) em relação ao comportamento dos indivíduos depois de firmado o contrato.

O equilíbrio preterido diante de determinada desigualdade entre os contratantes do mercado (de um lado o profissional voltado para a área financeira e do outro o pequeno investidor) exige que o princípio da transparência esteja presente não só quanto às regras gerais de mercado, mas também quanto aos serviços prestados, suas especificidades, seus limites, seu *modus operandi*, sua relação temporal para a realização dos investimentos, riscos ou quanto à modificação de uma posição investida.

Nesse sentido, exige-se através da *Chinese wall*, em linhas gerais, a segregação física das instalações, a preservação de informações confidenciais, a implantação e manutenção de programas de treinamento de administradores e o acesso restrito a arquivos.<sup>52</sup> Isso para assegurar os interesses dos cotistas contra práticas fraudulentas e formação de informações assimétricas.

Por sua vez, através do intermédio de políticas de *compliance*, fornece-se um rígido processo de controle interno de acompanhamento, avaliação, revisão, correção e atualização das atividades desenvolvidas. É “um complexo feixe de obrigações, contendo preceitos comportamentais de ordem ética e moral, que, uma

---

<sup>51</sup> DOTTA, Eduardo Montenegro. *A responsabilidade dos administradores de fundos de investimento no novo código civil*. São Paulo: Textonovo, 2005. p. 112.

<sup>52</sup> Cf. Instrução CVM nº306/99.

vez observados, induzem a uma eficiente proteção a todos os envolvidos.”<sup>53</sup>

Nesse caso, deve existir uma definição clara de competência dentro da própria instituição administradora, uma eficiente segregação de funções e de recursos em relação aos do fundo de investimento, uma contínua mensuração qualitativa e quantitativa das incertezas associadas ao investimento e um sistema duradouro de verificação do alcance dos objetivos pretendidos.

A despeito de os investidores deverem ser alertados para os riscos inerentes ao investimento nos fundos, a instituição responsável por sua administração deve engendrar esforços no sentido de fornecer um serviço sem máculas, conflitos de interesse e lacunas que possam prejudicar o investidor. Deve, outrossim, estar atenta ao regulamento do fundo<sup>54</sup>, as disposições legais por ele traçadas e pelas entidades reguladoras.

Em outros termos, há que se evitar a sobreposição do desempenho em detrimento da segurança, providenciando-se:

Mecanismos internos de verificação dos procedimentos para garantir o cumprimento da legislação e do ordenamento, assim como zelar pelo exercício da atividade de administração dentro dos padrões legais e éticos. [...] A área de controle e avaliação de risco deve estar voltada para os interesses dos investidores e não do gestor da carteira dos fundos de investimento.<sup>55</sup>

Seja por meio prévio, concomitante ou mesmo posterior, almeja-se com referido sistema de controle um meio independente e austero de fiel guarda do patrimônio do fundo, à qualificação de instrumento de verificação, julgamento e contrabalanceamento das práticas administrativas da instituição.

---

<sup>53</sup> DOTTA, Eduardo Montenegro. *Op. cit.* p. 113.

<sup>54</sup> Segundo Fernando Ruy, “o regulamento do fundo é um documento específico que contém as normas que vão regê-lo. Deverá conter, no mínimo, as informações quanto ao valor da taxa de administração a ser cobrada para a sua fixação; taxas e despesas gerais; política de investimento, caracterizando o segmento em que, preponderantemente, o fundo deve atuar; critérios de composição e de diversificação da carteira e os riscos operacionais envolvidos; a possibilidade de realização de aplicações que coloquem em risco o patrimônio do fundo; condições de emissão e de resgate de cotas; fixação de intervalo de atualização do valor da cota para fins de resgate com o respectivo rendimento; critérios de divulgação de informações aos condôminos; e identificação e qualificação da pessoa jurídica escolhida, quando houver delegação de poderes de administração da carteira do fundo.” RUY, Fernando Estevam Bravim. *Proteção jurídica do investidor-consumidor: mercado de capitais e fundos de investimento*. 2005. Dissertação (Mestrado em Direito e Economia). Curso de Mestrado, Universidade Gama Filho, Rio de Janeiro.

<sup>55</sup> ROCHA, Tatiana Nogueira da. *Op. Cit.* p. 117.



### 3.4 ASPECTOS JURÍDICOS

O mercado financeiro gravita em torno do próprio Estado, de modo que não se pode conceber um sistema mercadológico independentemente o bastante para desqualificar a mão visível do ordenamento jurídico. Especificamente, os fundos de investimento são uma especialização da globalização econômico-financeira e que, por isso, comportam algumas peculiaridades em relação aos institutos tradicionais do direito decorrente do sistema de *civil law*.

Nesse sentido, surgidos de um ambiente cuja conotação remete às características próprias do sistema de *common law*, referidos institutos necessariamente se aprimoraram no ambiente negocial, sendo, por essência, instrumentos aptos à circulação das riquezas, propulsores da expansão da economia. Nasceram e se desenvolveram com a própria necessidade de troca, peculiar ao ser humano. Daí, a especial dificuldade em se estabelecer os contornos jurídicos dos fundos de investimento.

Primeiramente, há uma grande discussão doutrinária acerca de sua natureza jurídica – condominial; de domínio fiduciário; de universalidade de bens; ou mesmo uma simples massa patrimonial sem particular domínio. Estes questionamentos, caso sanados, implicam importante contribuição para a definição de responsabilidades e linhas normativas analogamente aplicadas. Por outro lado, a própria contratação, que também necessita ter seus detalhes esclarecidos, mesmo porque o contrato torna palpável a chamada “era da financeirização”, facilitando as trocas transnacionais e fortalecendo os nichos de poder do mercado, inclusive o financeiro.

A relação estabelecida entre a instituição administradora e o fundo de investimento comporta divergências pontuais desde a formação da negociação até o que Francesco Messineo costuma chamar de efeito complexo do contrato, ou seja, a harmonização das vontades contrapostas ou exclusivas<sup>56</sup>, a junção dos elementos volitivos.

---

<sup>56</sup> Cf. MESSINEO, Francesco. *Il contratto in genere*. v. 1. Milano: Giuffrè, 1973.

### 3.4.1 Natureza jurídica

Conforme ressaltado, os fundos de investimento não possuem personalidade jurídica própria, mas apenas as instituições administradoras, como proprietárias fiduciárias dos bens integrantes da carteira que administram.

No entanto, como possuem plena capacidade para adquirir e transferir direitos, estar em juízo e praticar atos de gestão comercial (embora sempre representados pela pessoa do administrador), ao analisarem a questão, a grande maioria dos doutrinadores visualizam que os fundos de investimento possuem patrimônio próprio, assemelhando-se, nesse ponto, com o *trust*.

Por isso, a necessidade de se esclarecer a natureza jurídica dos fundos de investimento, ainda mais quando há divergências significativas relativas à fundamentação jurídica dos referidos institutos, especificamente residente na relação jurídica entre eles e seus cotistas. A doutrina estrangeira, nomeadamente sintetizada por Giulio Gentile<sup>57</sup>, enumera algumas teorias que ilustram o debate, destacando-se a (i) condominial, (ii) a da comunidade de bens não condominial, (iii) a do domínio fiduciário e (iv) a do patrimônio sem particular.

A primeira, semelhante à legislação brasileira e seguidora do modelo clássico do direito comum, equipara a figura dos fundos de investimento à de uma propriedade sujeita a uma pluralidade de particulares. A segunda, por sua vez, identifica os fundos de investimento como uma *universitas juris* singular, distinta da copropriedade clássica referida na teoria anterior. Já por meio da teoria do domínio fiduciário, sustenta-se existir uma propriedade fiduciária do fundo a quem exercer o papel de seu administrador, investido dos poderes que corresponderiam ao titular do direito de domínio. Nesse caso, o mandato representaria a relação entre o administrador e os cotistas, não existindo para estes últimos, entretanto, qualquer direito real sobre o fundo de investimento.

Por último, notando algumas inconsistências das teorias anteriores, temos a teoria do patrimônio sem titular, que ressalta os fundos de investimento como uma universalidade que, embora destituída de personalidade jurídica, é dotada de uma parcela de subjetividade que a torna um verdadeiro centro de imputação de direitos e deveres, como uma fundação ou associação não reconhecida, por exemplo.

---

<sup>57</sup> GENTILE, Giulio. *Il contratto di investimento in Fondi Comuni e la Tutela Del Partecipante*. Cedam: Padova, 1989, pp. 117. e ss.

Analisando a figura dos fundos de investimento imobiliário, como conclui Arnold Wald:

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 não são adquiridos em nome do gestor e por conta dos condôminos, mas em nome do Fundo e para o mesmo.<sup>58</sup>

Na realidade, como temperam as normas regulamentares, os fundos de investimento se constituem na forma de condomínio, atribuição esta reservada apenas para inferir a noção de separação de patrimônio com afetação específica. Segundo o artigo 2º da Instrução 409/2004, da CVM, os fundos de investimento são qualificados como uma “comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em títulos e valores mobiliários, bem como em quaisquer outros ativos disponíveis no mercado financeiro e de capitais”.

Com efeito, os fundos de investimento são verdadeiros condomínios, mas com natureza especialíssima. A título de exemplo, os fundos possuem patrimônio segregado do patrimônio do administrador, órgão deliberativo interno de decisão com poderes limitados (assembleia de cotistas), bem como escrituração contábil própria formulada por auditor independente, com balanço destacado da instituição administradora, o que o distingue do condomínio tradicional descrito pelo Código Civil.

Além disso, aos cotistas não é facultado influenciar na administração dos bens que constituem o patrimônio do fundo, nem é permitida a livre utilização dos ativos do fundo, nem possível requerer a dissolução da comunhão e não podem obter a divisão dos bens, direitos esses decorrentes da propriedade e previstos aos condôminos na modalidade de condomínio disciplinada no Código Civil pátrio. Muito menos há a propriedade plena, representativa dos *jus utendi*, *jus fruendi* e *jus abutendi* da coisa comum; ao transferir seus recursos para o fundo, o cotista passa a ter somente o direito sobre suas cotas, e não sobre os ativos componentes do

---

<sup>58</sup> *Op. cit.* p.18.

patrimônio do fundo.<sup>59</sup>

Dessa forma, as regras do condomínio civil são inadequadas para a delimitação dos referidos fundos, que se regem de acordo com a o disposto nos seus respectivos regulamentos e com as normas legais específicas previstas no ordenamento jurídico.

De acordo com o pensamento de Rachel Sztajn, as peculiaridades dos fundos os assemelham ao condomínio de origem germânica, em contraponto ao romano, visto que a coisa pertence à coletividade e não aos condôminos individualmente, os quais têm apenas direito de uso e gozo sobre a coisa.<sup>60</sup>

É um condomínio *sui generis*, que, à citação de Carlos Sobrinho, se caracteriza:

pela existência de um patrimônio destinado a uma finalidade, de copropriedade dos participantes, e indivisível, [...] equiparável a *gesamthand* (“em mão comum”) do direito alemão, instituto intermediário entre comunhão pura e pessoa jurídica, surgido para explicar a situação de sociedades sem personalidade que, segundo a doutrina alemã, não chegam a formar uma unidade individual, mas unidade coletiva ou comunidade em mão comum.<sup>61</sup>

O patrimônio comporta a junção das coisas corpóreas e incorpóreas, podendo expandir ou comprimir as relações de direitos reais que objetiva estabelecer. Nesse sentido, a supressão de alguns dos direitos de uso, gozo ou disposição não é motivo para impedir o enquadramento dos fundos de investimento como condomínios, em perfeita consonância com a elasticidade peculiar ao direito das coisas. “As quotas dos fundos de investimento deixam de representar uma porção individual e abstrata de participação, para corresponder a um direito creditório ao qual se agrega um direito real, ainda que restrito.”<sup>62</sup>

A afirmação da chamada *chinese wall*, concluída como a nítida separação entre os recursos dos investidores e os recursos da própria instituição financeira, além de importante requisito de exteriorização da confiabilidade do fundo, mais que isso, ressalta a qualificação dos fundos como sujeitos de direito. São, na realidade, sujeitos de direito despersonalizados, bem como centros subjetivos de referência de

<sup>59</sup> Cf. GAGGINI, Fernando Schwarz. *Op. cit.* pp. 47 e 48.

<sup>60</sup> SZTAJN, Rachel. Quotas de fundos imobiliários: novo valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, v. 93, p. 104-108, jan./mar. 1994.

<sup>61</sup> SOBRINO, Carlos Augusto Ferreira Alves. *Fundos de investimento no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial). São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2006. p. 64.

<sup>62</sup> Cf. PINTO, Luís Felipe de Carvalho. *Op. cit.* p. 89.

direito ou dever.

Como ressalta Fernando Gaggini, “os bens que constituem o patrimônio do fundo são adquiridos pelo administrador em nome do fundo e para este, de forma que sofrem uma afetação especial.”<sup>63</sup> São, por isso, condomínios gravados de características especiais que não as da legislação pátria civilista.

Ao contrário do que ocorre com o condomínio necessário, referidas instituições nascem por força da vontade das partes, de forma consensual e voltada para um fim específico, econômico. Caracterizam-se como verdadeiros centros de interesse autônomos, institucionalizadores de uma comunhão coletiva de recursos de natureza voluntária.

### 3.4.2 Contratação

Com o significativo desenvolvimento da informática e da tecnologia, encarados como grandes marcos do atual estágio da globalização dos mercados financeiros, percebe-se que novas características permeiam a vida contratual. Nota-se atualmente uma crescente “pluralização” jurídico-contratual, propiciada pela igual pluralidade de atores mercadológicos, nomeadamente o surgimento das empresas multinacionais, centros de investimento coletivo e blocos econômicos.

Como destaca Maria Luzia Feitosa, “o rumo novo que parece estar a se delinear no momento presente das relações econômicas é o da ampliação das fontes contratuais”.<sup>64</sup> É como se o contrato estivesse em torno de uma *soft law*, adaptado a um direito mais flexível e moldado conforme as conjunturas do mercado. Assiste-se atualmente a uma descentralização de competências que cada vez mais tende a mitigar o papel dos gabinetes legislativos nacionais, ao tempo em que se fortalece o papel supranacional ou global dos movimentos extra-estatais.

Nesse sentido, os postulados do monismo jurídico e do formalismo positivista perdem espaço, ao tempo em que se fortalecem novas formas de contratação *lato sensu*, que viabilizem e o acordo de vontades, fundamento ético e funcional da contratação.

É o que se dá, no caso específico, com os próprios fundos de investimento. Isso porque, embasado na sugestão de Irineu Strenger, ao explicar

---

<sup>63</sup> *Op. cit.* p. 53.

<sup>64</sup> *Op. cit.* p. 190.

que os contratos internacionais do comércio “não são uma especialização do direito, mas uma profissionalização das atividades comerciais”<sup>65</sup>, deve-se seguir o mesmo entendimento no instituto do mercado financeiro objeto desse estudo.

O fundo representa uma comunhão de recursos de vários centros de interesse aplicados em portfólios diversificados, explicitando a associação de um investidor por meio de um contrato particular, de natureza comercial, com a instituição administradora do fundo.

Nesse sentido, como frisa Maria João Tomé, “o fundo comum de investimento surge, fundamentalmente, mediante a celebração de um contrato entre a sociedade gestora e o participante”.<sup>66</sup>

Juridicamente, há a formação de um contrato bilateral, de adesão, oneroso e identificável, do ponto de vista da relação entre o administrador do fundo e os cotistas, com o mandato, a comissão mercantil e o depósito. Inominado e atípico, decorre do regulamento ou convenção do fundo, elaborado pelo administrador.

É uma contratação que cria direitos e obrigações para ambas as partes contratantes, de modo sinalagmático, harmonizável das vontades contrapostas peculiares à convenção. No caso específico, a citar Fernando Gaggini:

A instituição administradora se obriga a realizar investimentos de acordo com a lei e com o regulamento do fundo, a administrar o patrimônio com perícia e buscar rentabilidade e segurança para o investimento do cotista, recebendo em troca determinada remuneração por seus serviços. O cotista, por sua vez, paga essa taxa de administração ao administrador e, em troca, recebe a prestação de serviços de gestão do fundo.<sup>67</sup>

Além disso, o contrato celebrado entre administrador e cotista também guarda características de adesividade. Ele não permite a liberdade contratual, fruto da autonomia da vontade privada, devido à preponderância da vontade de um dos contratantes, que elabora todas as cláusulas.

Oposto ao contrato paritário, o acordo decorrente da negociação entre investidor e fundo de investimento representa uma convenção-padrão, previamente elaborada, paradigmática, de caráter também institucional. O investidor-consumidor não pode discutir ou modificar substancialmente seu conteúdo, de modo que quando

---

<sup>65</sup> STRENGER, Irineu. *Contratos Internacionais do comércio*. 3. Ed. rev. e atual. São Paulo: Ltr, 1998. p. 41.

<sup>66</sup> TOMÉ, Maria João Romão Carreiro Vaz. *Fundos de investimento mobiliários abertos*. Coimbra: Almedina, 1997. p. 49.

<sup>67</sup> *Op. cit.* pp. 39-40.

aceita referido contrato e o respectivo regulamento, resta-se sujeito às condições pactuadas.

Por fim, o contrato em destaque também é um contrato oneroso, visto que ambos os contratantes obtêm proveito, correspondente a determinada carga de responsabilidade. Os sacrifícios e benefícios são recíprocos.

O investidor remunera a administração do fundo, outorgando poderes a ela para gerir seu patrimônio. Em conseqüência, o fundo deve fornecer a melhor prestação de serviços, o que não significa, entretanto, a garantia de determinado rendimento, haja vista existir intrinsecamente ao negócio o elemento risco.

Outrossim, em sede de análise comparativa, é recomendável novamente também advertir que referido contrato não se identifica *ipsis litteris* com o mandato, o depósito ou a comissão mercantil, como aspira alguns doutrinadores.

Sobre o mandato, que, a par do artigo 653 do Código Civil brasileiro, se caracteriza como um contrato onde alguém recebe de outrem poderes para, em seu nome, praticar atos ou administrar interesses, alguns problemas o diferenciam do contrato resultante do investimento em fundos. Nesse caso, a possibilidade do administrador renunciar à gestão, ou de qualquer condômino exercer individualmente os direitos inerentes aos valores e títulos em co-propriedade, bem como a transmissão de posse de bens (recursos) ao administrador conforme estabelecido em regulamento, expressão pontos que se diferenciam da amplitude muito mais vasta dos fundos de investimento. O fundo contrai responsabilidades em nome próprio, e não sob responsabilidade dos cotistas.

Como ressalta Luís Felipe Pinto:

Também não condiz com o mandato, que possui natureza personalíssima e de confiança que deve ser traduzida individualmente, o feixe de relacionamento absolutamente idêntico que o administrador desenvolve com cada investidor para a realização de operações em massa e em benefício da coletividade. Nem tampouco a possibilidade do mandatário agir contrariamente aos interesses do mandante, ou até contra ele, caso tenha infringido qualquer preceito do regulamento do fundo, obrigando a respeitá-lo.<sup>68</sup>

Por isso, melhor seguir a orientação de Arnaldo Wald, ao caracterizar o mandato outorgado pelos condôminos como *sui generis*. O que verdadeiramente há é uma outorga de poderes, mas não um mandato com as qualidades descritas pela

---

<sup>68</sup> *Op. cit.* p. 92.

legislação civil.

Por outro lado, também não se confunde o contrato decorrente do negócio jurídico com o fundo de investimento com o depósito, pacto “em que uma das partes, nomeada depositário, recebe da outra, denominada depositante, uma coisa móvel, para guardá-la, com a obrigação de restituí-la na ocasião ajustada ou quando lhe for reclamada.”<sup>69</sup>

Isso porque não há a possibilidade de existir depósito de coisas incorpóreas, como são os valores mobiliários e outros títulos decorrentes da desmaterialização do crédito financeiro. Além disso, ao confiarem seu capital ao fundo, os cotistas não buscam unicamente segurança de seu patrimônio, muito menos pretendem apenas colocar a coisa em custódia, mas para ser, de fato, administrada.

Ainda assim, os fundos de investimento também não se limitam à custódia de valores, característica principal do depósito irregular ou impróprio. Neste, a propriedade da coisa fungível transfere-se ao depositário, que se obriga a restituir outro tanto, aplicando-se as regras do mútuo. Os fundos repartem seus resultados entre os membros, aplicando recursos de modo diversificado e visando a diminuição dos riscos. De igual modo, como ressalta Luís Felipe Pinto, “também nos fundos, a impossibilidade dos mandantes darem ordens ao mandatário e a ausência de restituição são aspectos incompatíveis com o depósito.”<sup>70</sup>

Em última instância, o contrato também não é de comissão. A comissão é acordo por meio do qual o comissário obriga-se a realizar negócios em favor de outro (comitente), segundo instruções deste, mas em nome próprio, obrigando-se, desta forma, o comissário perante terceiros com quem contrata.

No entanto, a despeito da semelhança existente entre o fundo e o comissário em relação ao fato de ambos agirem em nome próprio, ao contrário, nos fundos de investimento não podem os investidores prestar instruções ao administrador, muito menos há a execução de um ou vários negócios jurídicos determinados, mas uma gestão genérica do patrimônio. Ademais, no contrato com o fundo há a transferência de patrimônio do investidor para aquele.

A citar Pontes de Miranda, o negócio jurídico decorrente da contratação

---

<sup>69</sup> MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de Direito civil*. 34. Ed. atual. por Carlos Alberto Dabus Maluf e Regina Beatriz Tavares da Silva. v. 5. São Paulo: Saraiva, 1997. p. 238.

<sup>70</sup> *Op. cit.* p. 94.



dos fundos de investimento realmente não comporta identidade com qualquer tipicidade contratual:

A relação jurídica entre os clientes de investimento e a sociedade de investimento não é de mediação, nem de intermediação; não se trata de apresentação ou de mandato (intermediariedade), nem de mediação (Tomo XLIII, §§ 4.714-4.721), porque lhe faltam alguns elementos e tem outros a mais. A outorga de poderes, no negócio jurídico entre o cliente e a sociedade de investimento, antecede à atividade, como acontece com o negócio jurídico entre os figurantes do contrato de mediação; mas, naquele, não fica protaída a conclusão dos contratos ou outros negócios jurídicos entre a sociedade de investimento e os terceiros. Os clientes de modo nenhum se põem em contacto com as pessoas com quem a sociedade de investimento trate.<sup>71</sup>

O contrato entre investidor e instituição administradora do fundo de investimento é, com efeito, atípico. Tem características peculiares, ajustadas às necessidades do administrador em função de sua atividade de gestão do fundo, verificando-se a justaposição de elementos de vários contratos tradicionais, como o mandato, o depósito e a comissão, embora não limitado a um destes.<sup>72</sup>

É o mesmo que Oscar Barreto Filho preferiu denominar de “substituição de títulos”, uma vez que os títulos emitidos pela sociedade de investimento substituem-se, economicamente, aos títulos que ela possui em carteira.<sup>73</sup>

### 3.5 MARCO REGULATÓRIO

No ordenamento pátrio, a regulamentação dos fundos de investimento adveio prefacialmente da Lei nº. 4.728/1965, que remetia ao BACEN a autorização de seu funcionamento. A partir da Lei nº. 6.385/1976, com o surgimento da CVM disciplinando o mercado de valores mobiliários, passaram os fundos de investimento a receberem influência dos dois órgãos principais, BACEN e CVM, amoldados às diretrizes básicas do Conselho Monetário Nacional (CMN). No entanto, como forma de unificar a regulamentação dos fundos de investimento e melhor realçar a transparência da informação (*disclosure*), a partir da Instrução nº. 409/2004 da CVM estes passaram a serem todos regidos pela competência autárquica desta.

---

<sup>71</sup> PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado: parte especial*. V. 51. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985. p. 296.

<sup>72</sup> Cf. GAGGINI, Fernando Schwarz. *Op. cit.* p. 45.

<sup>73</sup> BARRETO FILHO, Oscar. *Regime jurídico das sociedades de investimento*. São Paulo: Max Limonad, 1956. p.28.

Fato considerado mais adequado a sistemas financeiros com bancos universais, como o brasileiro, isso provocou a divisão dos fundos em classes, de acordo com o risco dos produtos que têm em sua carteira de investimentos<sup>74</sup>, para ampliar as alternativas de investimento e melhorar o nível de informação aos investidores. Até mesmo a recentíssima instrução nº. 450/2007 da CVM igualmente prova a transformação por qual passa a legislação brasileira sobre o assunto, ao promover mudanças na responsabilidade de administradores e gestores, flexibilizar as formas de investimento e buscar se harmonizar com o capital estrangeiro.

Paralelamente a esse contexto, nasce a autorregulação, sedimentada a partir da percepção dos agentes do mercado de que precisavam lapidar a legislação governamental, melhorando o nível de suas atividades. O sistema de autorregulação foi defendido pela própria CVM nos seguintes termos: “uma entidade autorreguladora, pela sua proximidade das atividades de mercado e melhor conhecimento das mesmas, dispõe de maior sensibilidade para avaliá-las e normatizá-las, podendo agir com maior presteza e a custos moderados.”<sup>75</sup> Nesse sentido, a Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) presta sua respectiva contribuição promovendo estudos de mercado sobre os fundos de investimento e atitudes preventivas a práticas que prejudiquem à respectiva indústria, como demonstra o próprio Código de auto-regulação para a indústria de fundos de investimento.

Recentemente, em outubro de 2009, a ANBID e a Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA) criaram a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), tornando a autorregulação do mercado financeiro como um todo institucionalmente mais centralizada.

Como esclarece Marcelo Giufrida:

Os mercados financeiro e de capitais têm papel central para o desenvolvimento das economias modernas, na medida em que viabilizam seus canais de financiamento. A ANBIMA herda a tradição de duas associações que têm contribuído de forma ativa, nas últimas quatro décadas, para o crescimento e aprimoramento desses mercados.<sup>76</sup>

---

74 A própria Instrução nº. 409/2004 dá conta de classificar os fundos de investimento financeiro em sete classes, quais sejam fundos de curto prazo, referenciados, de renda fixa, cambiais, multimercados, de dívida externa e de ações. Por sua vez, o Código de auto-regulação dos referidos fundos pela ANBID destrincha cada classe em várias outras subclasses.

<sup>75</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Cadernos CVM: Fundos de investimento*. Junho de 2005.

<sup>76</sup> CONEXÃO RTM. *Informativo mensal da Rede de Telecomunicações para o Mercado*. Nº. 132.

Desde então, tanto o mercado de capitais quanto o mercado financeiro *stricto sensu* passaram a contar com um sistema de autorregulação mais integrado, representando algo em torno de trezentos associados, entre bancos comerciais e múltiplos, bancos de investimentos, corretoras e distribuidoras de valores mobiliários, fundos de investimento etc.

### **3.5.1 Entre o CMN, a CVM e o Bacen**

O marco regulatório inicial da indústria dos fundos de investimento encontra-se na Lei n.º 4.728/65, que tratou das sociedades e dos fundos de investimento.

À época, o Conselho Monetário Nacional estava incumbido de estabelecer a normatização básica do setor, enquanto o Banco Central do Brasil correspondia ao órgão que concedia as autorizações de funcionamento, fiscalizando também o setor.

O Conselho Monetário Nacional, instituído pela Lei n.º 4.595/64 em substituição ao Conselho da antiga Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), surgiu então com o objetivo de traçar as principais diretrizes relacionadas com a política de crédito e moeda do País.

Nesse caso, enquanto órgão colegiado máximo do Sistema Financeiro Nacional, com funções eminentemente deliberativas, tinha (e continua tendo) como objetivo precípuo estabelecer as regras gerais das políticas monetária, cambial e creditícia; disciplinar os instrumentos de política monetária e cambial; orientar a escorreita e sadia aplicação dos recursos das instituições financeiras; e definir a política organizacional e funcional do mercado financeiro.

Por sua vez, o Banco Central do Brasil, constituindo-se órgão colegiado executivo central do Sistema Financeiro Nacional, tinha (e também continua tendo) a tarefa de cumprir e fazer cumprir as disposições do CMN. Tutela a atividade financeira, fiscaliza-a e dita regras de controle e administração para resguardo dos interesses dos investidores e credores. Especificamente a respeito dos fundos, tinha até 1.976 a função de disciplinar e fiscalizar também o mercado de capitais.

Posteriormente, com a Lei n.º 6.385/76, surgiu a Comissão de Valores

Mobiliários, com a função de organizar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários. No caso específico dos fundos, disciplinou as condições para que investidor pudesse atuar consciente e transparentemente nesse mercado, limitando seus riscos àqueles característicos desse tipo de investimento.

Desde então, os fundos passaram a receber dupla regulação, realizada por órgãos distintos que atribuíam fiscalização e supervisão aos fundos de acordo com sua espécie. Como ressalta Sheila Perricone, ao anotar esse momento regulatório, o que determinava as diferenças de competências era a constituição da carteira dos fundos, de modo que se ela fosse constituída em sua maioria por valores mobiliários (no mínimo 51%), a competência seria da CVM; caso contrário, de forma residual, se a carteira tivesse preponderantemente títulos de renda fixa (pelo menos 51%), existiria competência do Bacen.<sup>77</sup>

No entanto, essa estrutura regulatória recebeu pesadas críticas, nomeadamente por haver atribuído ao Banco Central do Brasil a tarefa de a regulação de parcela do mercado de capitais<sup>78</sup>, como destaca Ary Osvaldo Mattos Filho:

Essa divisão, obviamente não é a melhor que existe, porque não é razoável que dois mecanismos governamentais façam a fiscalização de um mercado. O mais razoável é que fosse o Banco Central detentor da condição de dirigente da política monetária do país, guardião da moeda, e a CVM quem determinasse as políticas de fiscalização e punição das transgressões de mercados de valores mobiliários.<sup>79</sup>

Ademais, introduzido pela mesma lei criadora da CVM, o conceito de valores mobiliários ajudou na agudização do problema, ao taxá-los de forma restrita às ações, partes beneficiárias e debêntures, cupões desses títulos, bônus de subscrição, certificados de depósito de valores mobiliários e outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional. Os demais valores mobiliários existentes continuaram a ser supervisionados pelo Banco Central do Brasil, sendo o mercado de capitais, por conseguinte, regulado pelas

---

<sup>77</sup> PERRICONE, Sheila. Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*, São Paulo, ano 4, n. 11, p. 80-101, jan.-mar. 2001.

<sup>78</sup> Sobre esse ponto, vide capítulo 1, restando importante observar que o mercado de capitais é considerado um espaço de relativa desintermediação financeira, de modo que a instituição financeira insere-se na relação apenas como interveniente obrigatória, para viabilizar a realização das operações.

<sup>79</sup> MATTOS FILHO, Ary Osvaldo. Conceito de Valor Mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, econômico e Financeiro*, n. 59, ano XXIV, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1985, p. 19.

duas entidades.

José Eduardo Queiroz enfatiza, então, que “parte importante do mercado de capitais, incluindo segmentos como os derivativos e os fundos de investimento de renda fixa, estava sujeita à fiscalização do BACEN”, de modo semelhante a antes da criação da CVM, quando o Bacen também desempenhava a tarefa de regular o Mercado de Capitais.<sup>80</sup>

Nesse contexto, após a criação da CVM, impropriedades a respeito da matéria decantaram-se, como esclarece Ricardo Freitas:

Os inconvenientes dessa duplicidade de órgãos de normatização e supervisão poderiam ser minimizados caso houvesse, ao menos, uma preocupação dos agentes governamentais em buscar uma uniformização no trato da matéria, não só na terminologia empregada na definição dos conceitos, mas principalmente no conteúdo das regras elementares que a regem. Não é essa, infelizmente, nossa realidade: Bacen e CVM, nos diversos tipos de fundos de investimentos que instituíram ao longo dos anos, sempre trataram de forma nitidamente distinta regras elementares como constituição e registro dos fundos, emissão e resgate de cotas, diversificação de risco e alavancagem da carteira [...], e, inclusive, obrigações do administrador.<sup>81</sup>

Assim, não sem motivo se agigantaram vozes de reconforto regulatório para os fundos de investimento, denunciando uma duplicidade de sistemas de intervenção e supervisão inclusive potencialmente conflitantes.

### 3.5.2 Entre o CMN, a CVM e a ANBIMA

Até a edição da Medida Provisória n.º 1.637/98, a legislação, por meio da Lei n.º 6.835/76, limitou-se a tratar os valores mobiliários de forma restrita, enumerando aqueles que considerava submetidos à atividade da Comissão de Valores Mobiliários.

A partir da mencionada Medida Provisória, estabeleceu-se, entretanto, que:

Art.1º. Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou

<sup>80</sup> QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. O conceito de valor mobiliário e a competência da comissão de valores mobiliários e do Banco Central do Brasil. MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999. p. 133.

<sup>81</sup> *Op. cit.* p. 236.

contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Com isso, o ordenamento jurídico brasileiro aproximou-se do modelo norte-americano, ampliando o conceito de valor mobiliário, para considerá-lo caracterizado quando imbuído dos seguintes traços: (i) investimento em dinheiro; (ii) empreendimento comum; (iii) expectativa de lucro; e (iv) gestão do empreendedor ou de terceiros.<sup>82</sup>

Registrou-se, então, o conseqüente alargamento da competência da Comissão de Valores Mobiliários, igualmente ao ocorrido no direito norte-americano, no qual a *Securities & Exchange Commission* (SEC) exerce a função normatizadora e reguladora de todas as *investment companies*. Por isso, como destaca José Eduardo Carneiro Queiroz, ao analisar a referida ampliação do conceito de valor mobiliário à época, dever-se-ia chegar à conclusão de que “toda e qualquer quota de fundo de investimento, quer de renda fixa ou de renda variável, tem as características de ‘contratos de investimento’, devendo assim ser quaisquer fundos de investimentos regulados pela autoridade do mercado de capitais”.<sup>83</sup>

Posteriormente, com a Lei nº. 10.303/01, mais uma vez ampliou-se o entendimento sobre valores mobiliários, e, em 22 de julho de 2003, a Deliberação CVM nº. 461 estabeleceu que, excetuadas as hipóteses de previsão ou restrição específica, as referências a valores mobiliários constantes dos normativos por ela expedidos, ao tratar de fundos de investimento, aglutinam: as cotas de fundos de investimento, as cotas de fundo de fundos de investimento e os demais valores mobiliários previstos em lei ou assim por ela definidos, o que incluía inclusive os valores de fundos de investimento até então regulados pelo Banco Central do Brasil. Sobreveio ainda as determinações da Instrução CVM nº 4 05/04, dispondo a respeito do envio de informações de fundos regulados pelo Bacen à própria CVM.

Em última instância, o debate restou-se resolvido com a Instrução CVM nº. 409/04, que definiu nova regulamentação para todas as espécies de fundos de investimento, incluindo os de renda fixa antes regulados pelo Bacen. Antes vinculados à Circular Bacen n/. 2.616/95, estes passaram a se adequar às disposições da referida Instrução CVM.

---

<sup>82</sup> Cf. QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. *Op. cit.* p. 134.

<sup>83</sup> *Idem, ibidem.* p. 135.

Segundo Eduardo Dotta, essa mudança:

Se sucedeu de forma acertada em vista do escopo buscado por cada um destes organismos reguladores, devendo a CVM focar-se na tutela do desenvolvimento do mercado de capitais, com atenção especial à pessoa do investidor, ao passo que o Banco Central deve ocupar-se da regulação do Sistema Financeiro Nacional, zelando primordialmente por sua higidez, sem prejuízo da condução, o mais autônoma possível, das políticas monetária, cambial e de crédito.<sup>84</sup>

No entanto, paralelamente a esse contexto, merece frisar também o surgimento da Associação Nacional dos Bancos de Investimento, que igualmente exerceu importante influência no aperfeiçoamento do mercado de capitais, padronizando a regulamentação e modernizando o setor, nomeadamente a respeito dos fundos de investimento.

A despeito de aparecer ao público em 1967, como representante dos bancos de investimento existentes no país, a ANBID remodelou suas atividades em 1.990, quando passou a representar e articular todas as ações relacionadas ao Mercado de Capitais das instituições financeiras. Em 1992 cria a Comissão de Fundos de Investimento, atual Comissão de Administração de Recursos de Terceiros. Por fim, em 1.999 inicia, de fato, seu papel autoregulatório, lançando o 1º Código de Autoregulação para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários; em 2.000, no bojo desse processo, O Código de Autoregulação para os Fundos de Investimento também é lançado.

No caso, representava um importante agente complementador do monopólio da ação regulatória do poder governamental por uma iniciativa patrocinada pelos próprios participantes do mercado.

Em linhas gerais, estava ela direcionada para fortalecer o mercado de capitais como instrumento de financiamento do desenvolvimento, aprimorar a supervisão e a racionalização das práticas operacionais, apoiar o fortalecimento da CVM como órgão regulador do mercado de capitais e incentivar o respeito aos investidores.<sup>85</sup>

Cabia especificamente à ANBID auxiliar na construção, modernização e aperfeiçoamento da legislação de fundos de investimento, influenciar e dar suporte à

---

<sup>84</sup> *Op. cit.* p. 106.

<sup>85</sup> Disponível

em:

<[http://www.anbid.com.br/institucional/CalandraRedirect/?temp=5&proj=ANBID&pub=T&comp=sec\\_A\\_ANBID&db=CaISQL2000&docid=EFAB7DE7D85A160103257116006ECD57](http://www.anbid.com.br/institucional/CalandraRedirect/?temp=5&proj=ANBID&pub=T&comp=sec_A_ANBID&db=CaISQL2000&docid=EFAB7DE7D85A160103257116006ECD57)>. Acesso em: 20 abr. 2010.

indústria para explorar adequadamente as oportunidades de crescimento e melhorar constantemente seus pilares.

Todavia, recentemente em fins de 2009, a ANBID uniu-se à ANDIMA, criando a Associação Nacional das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Com isso, os Códigos de Regulação e Melhores Práticas da ANBID, bem como o Código Operacional do Mercado (COM) da ANDIMA, foram integralmente recebidos pela ANBIMA, de modo que todos os associados da ANBIMA oriundos da fusão entre as duas antigas entidades tiveram até 21/4/2010 para se adequar aos Códigos da Associação.

Como destacou o presidente da ANBIMA, Marcelo Giufrida:

Temos, na ANBIMA, todos os ativos para nos ajudar a conduzir o mercado brasileiro a uma posição privilegiada no cenário global: a experiência e o conhecimento dos mercados que representamos, o capital humano para enxergar tendências e o compromisso de atuar no melhor interesse dos associados e dos mercados financeiro e de capitais.<sup>86</sup>

Igualmente, a presidente da CVM, Maria Helena Santana, elogiou a iniciativa da fusão entre ANBID e ANDIMA, afirmando considerar positivo que duas entidades com bases de associados tão diferentes e focos tão especializados se unam, não apenas mantendo seus principais compromissos, mas também ampliando sua atuação.<sup>87</sup>

Dessa forma, hodiernamente os fundos de investimento guardam a tutela específica do CMN, órgão normativo do mercado financeiro *lato sensu*, da CVM, órgão executor e regulador do mercado de capitais, e da ANBIMA, autorreguladora dos mercados financeiro e de capitais. O que evidencia um sistema regulatório que, a partir da aproximação entre as respectivas entidades, enseja um complexo de normas de ordens externa e interna ao mercado para regulamentar os fundos de investimento, cada uma sob sua esfera de competência.

Por certo, o marco regulatório dos fundos de investimento saiu de um ciclo de aparente contradição do próprio sistema heterorregulatório para um momento que, ainda muito recente, ao menos reduz as incoerências legislativas do Estado, além de deitar-se sob o fortalecimento das entidades autorreguladoras do

---

<sup>86</sup>INFORMATIVO ANBIMA. Ano 1, nº 1, dezembro/2009. Disponível em: <[http://www.anbima.com.br/publicacoes/arqs/200912\\_informativo.pdf](http://www.anbima.com.br/publicacoes/arqs/200912_informativo.pdf)>. Acesso em: 20 abr. 2010. p.1.

<sup>87</sup> *Idem, ibidem.* p. 2.



mercado financeiro. No caso, as regras devem se coadunar, de modo a reproduzir a confluência das expectativas entre Estado, mercado e sociedade.

## 4 A REGULAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO E A VULNERABILIDADE DO INVESTIDOR EM FACE DE RELAÇÕES HIERÁRQUICAS

Os processos de acumulação de riqueza derivados dos fundos de investimento e suas interligações com as alterações político-econômicas decorrentes do direito negocial, são inquietações que, nos contextos de micro e macrorregulação das relações econômicas, promovem uma séria repercussão nas políticas públicas de proteção social.

As sucessivas crises evidenciadas nas últimas décadas no bojo da relação entre Estado, mercado e sociedade, tiveram um impacto curioso na dogmática jurídica tradicional, ora suportada por valores privatísticos de estímulo interindividual, ora tolerada por aspectos juspublicistas de índole institucional. As respectivas mudanças do sistema econômico capitalista provocaram um verdadeiro (re)arranjo de forças estruturais nas relações de poder, necessariamente com implicações de ordem conjuntural.

O *homo economicus* passou de ficção a realidade, estribado nas pretensões de um ambiente de incertezas cuja complexidade financeira efetivamente deságua na reordenação da própria sociedade capitalista. Em conseqüência, as funções do Estado foram valorativamente reformuladas no processo decisório, permeando um quadro de escolhas desde as mais liberais às mais intervencionistas.

A força “jurígena” dos fatos econômico-sociais levou, então, o sistema jurídico a procurar respostas às contingências do fluxo de capitais. O funcionamento dos mercados e sua capacidade de criar novos referenciais paradigmáticos necessitaram de determinados *outputs* que, em movimento pendular, redefiniram as capacidades e habilidades do político e do jurídico no ajuste de interesses conflitantes.

Analisando o pensamento de Fernando Herren Aguillar:

É possível antecipar que o papel do Estado na economia é cíclico e oscila de modo pendular. Passou de uma postura inicial mais organizativa para uma postura mais ativa na regulação dos mercados, em oscilação que levou dois séculos para chegar ao seu apogeu, há 20 anos. E, contrariando a crença de muitos, ao chegar ao apogeu intervencionista, o pêndulo iniciou

seu percursos de volta às origens do capitalismo, com retração estatal na economia.<sup>88</sup>

Portanto, a superação das insuficiências do mercado exigiu através dos tempos, por parte do Estado, um aparato regulatório que fosse capaz de minimizar as agudizações que se refletiam na ordem do jogo entre empresas e consumidores.

Num primeiro momento, o Estado passa então a supor que a livre movimentação do mercado seria capaz de se auto-ordenar de forma eficiente e transparente, restando a ele um papel mínimo de reordenação da ordem natural das coisas. No entanto, percebe-se à frente que a mão invisível do mercado não necessariamente conseguia harmonizar as vontades contrapostas, questionando-se a extensão da sua própria força. Nesse contexto, avulta então o chamado Social, cujo papel de responder aos *inputs* do sistema qualifica-se na efetiva gerência dos ideais econômicos.

Inspirado em Weber, é como se fôssemos de um estágio de racionalidade formal a uma etapa de racionalidade material, respectivamente representados pela valorização do conjunto das regras do jogo e pela ênfase nos objetivos dessas regras. Em outras palavras, a normatividade jurídica sai de um quadro de pouca intervenção no domínio econômico para um contexto de importância da definição das metas que viabilizem o interesse público.

Em último estágio, mas não menos controverso, a regulação da ordem econômica (nomeadamente sob o prisma financeiro) pluraliza as soluções de conflito, ora heterorregulados ora autorregulados. Centros autônomos de decisão interagem com o próprio Estado e revivenciam certa desregulação do mercado, não totalmente abstencionista, mas qualificada apenas no tocante à mitigação da forte intervenção econômica do Estado de outrora.

Dessa forma, alguns *turning points* são alçados à essência do sistema capitalista, que ora expande seus escopos ora os retrai, de modo inversamente proporcional às investidas do Estado. É o caso, por exemplo, de até se fortalecer novamente a regulação de intervenção no mercado financeiro, proclamando uma espécie de re-regulação.

Com efeito, à defesa dos ensinamentos de Avelãs Nunes, assim como o Estado, o mercado também é uma instância social, conformado por combinações de

---

<sup>88</sup> AGUILLAR, Fernando Herren. *Direito econômico: do direito nacional ao direito supranacional*. São Paulo: Atlas, 2006. p. xvii.

processos históricos e decisões políticas. E suas falhas provocam uma espécie de regime extramercado, com explícitas implicações na administração do comportamento dos agentes econômicos.

Seja por meio da regulação financeira de condutas, ou por uma regulação prudencial *ex ante*, o escopo final deve, necessariamente, considerar os interesses da coletividade, embora atento ao fenômeno irreversível da globalização econômico-financeira. Ou, como sustenta Otávio Yazbek, efetivar uma regulação que priorize a proteção contra o risco sistêmico, a proteção dos consumidores de serviços financeiros contra o comportamento oportunista dos intermediários, o aumento da eficiência do sistema financeiro e outros objetivos sociais.<sup>89</sup>

#### 4.1 DO LIBERALISMO AO WELFARISMO E À CRISE DE REGULAÇÃO E DESREGULAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO

O Estado contemporâneo resta-se permeado por uma onda de transformações no complexo de relações que o envolve junto ao mercado e à sociedade. Fatores internos e externos provocaram uma intensa reordenação de forças, ao ponto de (des)qualificar algumas características próprias ao sentido de Estado e reforçar o papel dos interesses singulares e transindividuais.

Nesse sentido, como sintetiza Fernando Herren Aguillar:

Do ângulo interno, o Estado se vê constringido a rever suas relações com a sociedade, com os interesses privados, coletivos e difusos, premido por crises políticas, pela falta de capacidade financeira e pelas características do processo econômico.<sup>90</sup>

A antiga qualificação do Estado-Nação, nomeadamente marcado pela máxima “*L’Etat cest moi*” e pela valorização do poder político centralizado, aos poucos cedeu espaço para novas compreensões acerca da razão humana no conjunto econômico-social. Os conceitos de território e cidadania, bastante caros à consolidação dos Estados nacionais, foram redimensionados à medida que novos atores são elevados ao palco.

Sobre o sujeito mercadológico, como enfatiza Avelãs Nunes, ele não é

---

<sup>89</sup> *Op. cit.* p. 255.

<sup>90</sup> AGUILLAR, Fernando Herren. *Op. cit.* p. 39.

uma instituição natural, mas um processo histórico de índole institucional política.<sup>91</sup> O mercado não é um instrumento comodamente revelado em prol de uso neutro e eficiente dos recursos escassos, antes uma instituição social, produto da história, e que serve à manutenção de determinadas estruturas de poder.

Outrossim, o *homo economicus* imprime à ordem social algumas condicionantes que veiculam o comportamento das instâncias politicamente organizadas. A sociedade tornou-se pluralista, complexa, compreendida em aspecto dinâmico e de ação coletiva.

Dessa forma, Estado e mercado estão intimamente correlacionados, interdependentes, em um processo de interação que em linhas consequentes implica necessariamente a reformulação dos paradigmas econômico-sociais. O enfoque é sistêmico, estimulador da desfronterização da relação existente entre o político, o econômico e o comunitário; por conseguinte, o Estado não se coloca como simples facilitador dos processos de troca, muito menos como forte controlador da economia capitalista, mas reflexivamente conectado ao mercado.

Em sede histórica, de inspiração iluminista, o contexto liberal enaltece a força dos valores individuais e uma acentuada limitação do poder governamental. São os tempos da chamada “mão invisível do mercado”, onde, como ressalta Maria Luiza Feitosa:

O Estado teria poderes e funções limitados pela mediação jusnaturalista e contratualista, configurando-se a matriz do Estado Liberal que se estruturava no ordenamento jurídico e se justificava numa ordem natural da economia.<sup>92</sup>

Em contraposição à doutrina absolutista de Hobbes, mas com uma estrutura teórica que remonta ao contratualismo de Locke e que enxerga no consensualismo a pedra angular para a definição dos parâmetros de atuação do Estado, o ideário liberal repousava-se sobre a concepção de que o Estado só estava legitimado a agir em áreas que respeitassem primordialmente a segurança pública e a soberania nacional, restando os demais espaços para a atuação dos interesses particulares.

Era o chamado Estado mínimo, o Estado de Direito, contraposto,

---

<sup>91</sup> Cf. NUNES, Antônio José Avelãs. *Neoliberalismo e direitos humanos*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003. pp. 57-66.

<sup>92</sup> *Op. cit.* p. 150.

respectivamente, ao Estado máximo e ao Estado absoluto. O político apresentava-se de modo residual, referendado subsidiariamente às forças do mercado e do indivíduo, ou, uma forma de regulação a rigor pelas leis do mercado e, só supletivamente, pelas leis do Estado.

Do ponto de vista do tratamento dos bens existentes, a profissão e a empresa denotavam especial relevo na caracterização do lócus econômico. O livre mercado, pouco regulado e hostil à intervenção estatal, seria capaz, ele próprio, de cuidar da alocação dos recursos e consequente distribuição satisfatória das riquezas.

Nesse caso, era atribuído ao indivíduo dotado de razão uma valoração maior condizente com seu potencial criador. "Quanto menos palpável a presença do Estado nos atos da vida humana, mais larga e generosa a esfera de liberdade outorgada ao indivíduo. Caberia a este fazer ou deixar de fazer o que lhe aprouvesse."<sup>93</sup>

O Estado deveria se limitar a manter a ordem jurídica, fundamentada na mais ampla liberdade de iniciativa. Um postulado que, entretanto, como anota Tércio Sampaio Ferraz Júnior, não se configura absolutamente num Estado de *laissez faire*<sup>94</sup>, posto que a liberdade pertence tanto à iniciativa (liberdade negativa de ausência de impedimentos) quanto à valorização do trabalho humano (liberdade positiva, de participação sem alienações na construção da riqueza econômica). O Estado não poderia, pois, restringir a criatividade humana, de iniciar e desvendar algo novo, até porque a liberdade é um atributo intrínseco ao homem social.

Ao contrato e à propriedade outorga-se tutela quase absoluta, assegurando um espaço supostamente intangível de autogoverno. A empresa é vista como fonte de riquezas livremente acumuladas, dependendo, tão-só, da ação do indivíduo no livre jogo de mercado. Tutela-se, portanto, a liberdade, limitando (negativamente) apenas os abusos que ela proporcione, como modo de regulação *ex post* e, de certa forma, passiva.

À citação de Giovani Clark, Samuel do Nascimento e Leonardo Corrêa:

Seguramente, o intuito de um *État Gendarme* (Estado-guardião) com poderes limitados para intervir no domínio privado dos indivíduos era o de promover o máximo desenvolvimento das faculdades de uma sociedade

---

<sup>93</sup> BONAVIDES, Paulo. *Do Estado Liberal ao Estado Social*. 7. Ed. São Paulo: Malheiros, 2004. p. 60.

<sup>94</sup> Cf. FERRAZ JUNIOR, Tércio Sampaio. *Estudos de filosofia do direito*. São Paulo: Atlas, 2002.

dominada pelos ideais econômicos burgueses, uma vez que estes foram os responsáveis pelo surgimento de uma esfera pública política. Uma desejada emancipação desta esfera pública exigia o sucesso das atividades econômicas privadas, para o que o Estado absoluto e exageradamente interventor do *Anciën Régime* não era mais útil.<sup>95</sup>

O Estado deveria assegurar apenas o direito e a segurança, de modo que a calculabilidade e previsibilidade exigidas nas relações sociais e econômicas deveriam ser garantidas através de um único ordenamento. Ele não podia intervir na “ordem natural” da economia, ainda que lhe incumbisse a defesa da propriedade; até porque o mercado exige, para satisfação do seu interesse, o afastamento ou a redução de qualquer entrave social, político ou moral ao processo de acumulação de capital.

Isto posto, a teoria liberal conduz a um individualismo e a uma luta constante por lucros, de modo que:

O esforço natural de cada indivíduo para melhorar sua própria condição, quando se permite exercê-la com liberdade e segurança, é, a princípio, tão poderosa que ele, sozinho e sem nenhum auxílio, não somente é capaz de conduzir a sociedade à riqueza e à prosperidade, mas de superar uma centena de obstáculos inoportunos, colocados muito freqüentemente pela loucura das leis humanas para dificultar ações.<sup>96</sup>

Era um Estado que requeria uma moral de homens honestos como garantia de uma competição equilibrada; o “Estado burguês de direito”, nas palavras de Carl Schmitt, das Constituições formais para legitimar, repreender e colocar em situação de lealdade e adesão ao capitalismo a massa quantitativamente mais significativa da sociedade civil. Só o processo de produção era social; o processo de acumulação capitalista era essencialmente individualista.

A igualdade dos indivíduos foi então buscada na concepção de liberdade, capaz o bastante de referendar a afirmação do postulado da emancipação da própria sociedade. Era um equilíbrio formal, onde o cidadão não poderia ser obrigado a fazer o que em regra lhe contrariasse, ou fosse contra seus interesses privados de maximizar as oportunidades de ganho econômico. Não é imposta ao homem uma

<sup>95</sup> CLARK, Giovani; NASCIMENTO, Samuel Pontes do; CORRÊA, Leonardo Alves. *Estado regulador: uma (re)definição do modelo brasileiro de políticas públicas econômicas*. Disponível em: <[http://www.conpedi.org/manaus/arquivos/anais/salvador/giovani\\_clark-1.pdf](http://www.conpedi.org/manaus/arquivos/anais/salvador/giovani_clark-1.pdf)>. Acesso em: 14 abr. 2010.

<sup>96</sup> SMITH, Adam. *A riqueza das nações*. Tradução de Alexandre Rodrigues e Eunice Ostrensky. São Paulo: Martins Fontes, 2003. *Apud* CARNOY, Martin. *Estado e Teoria Política*. 2. Ed. São Paulo: Papyrus, 1988. p. 37.

fórmula valorativa acerca dos seus ideais; ele mesmo é detentor de liberdade suficiente para escolher seu grau de riqueza e condicionar o próprio desenvolvimento da sociedade.

No entanto, nomeadamente com a quebra da Bolsa de Valores de Nova Iorque, em 1929, e os sintomas da Primeira Guerra Mundial, o liberalismo econômico sofreu um duro golpe na relação com os valores individual e livre do mercado.

O surgimento dos monopólios, o advento de cíclicas crises econômicas e o exacerbamento do conflito capital *versus* trabalho, associados à incapacidade de regulação dos mercados, conduziram à atribuição de novas funções ao Estado. Ainda, as conseqüências da revolução industrial, agravando as condições materiais de vida dos trabalhadores; o nascimento das escolas socialistas como novas concepções políticas; as economias de guerra, entre 1914 e 1918, e 1939 e 1945, e suas conseqüências desastrosas para a Europa, necessitada de evitar um colapso; e o surgimento da consciência do subdesenvolvimento dão conta de fazer valer a crise do Estado Liberal clássico.

Os Estados nacionais tiveram suas riquezas de produção e comércio esfaceladas, o que inibiu ou, pior, desestabilizou as finanças das grandes empresas e do próprio governo.

A liberdade econômica, porque abria campo às manifestações do poder econômico, levou à supressão da concorrência; a igualdade, de outra parte, alcançava concreção exclusivamente no nível formal; e a fraternidade não poderia ser lograda no seio de uma sociedade na qual compareciam o egoísmo e a competição como motores da atividade econômica.

Com isso, aparece o homem concreto, ou “homem situado”, menos idealizado e moldado segundo as relações da sua vida cotidiana, o qual vai impor o alargamento das atribuições do Estado.<sup>97</sup>

Surge então o intervencionismo estatal como resposta ao panorama de calamidade pública que assolava o planeta. A reação do governo dá-se no sentido de fornecê-lo um reforço administrativo, através do aumento de suas responsabilidades sociais e crescente atuação do Poder Executivo.

A citar Maria Luiza Feitosa:

---

<sup>97</sup> Cf. GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2005. p. 15-57.



Convém assinalar nesse contexto a importância da obrigatoriedade da programação econômica e da planificação estatal, assim como a presença das políticas keynesianas, que acentuam a dependência entre a política fiscal/financeira e a economia política, com vista ao desenvolvimento social. Nessa conjuntura, os processos de nacionalização das empresas privadas expandiram consideravelmente o setor público empresarial, consolidando a figura do estado gestor direto da economia.<sup>98</sup>

Chamado também de Estado do Bem-Estar Social, Estado Social, Estado Providência ou *Welfare State*, esse modelo de Estado o levou a passar a desempenhar novas funções em prol do desenvolvimento social. Demandava-se maior controle, disciplinamento e proteção dos interesses da sociedade. A prioridade deixava de ser, portanto, individualizada, preponderantemente privada, para passar a se relacionar com o combate dos níveis de desemprego e inflacionários e, especialmente, com a efetiva reorganização da economia.

Como sustenta Bobbio, o Estado deveria garantir tipos mínimos de renda, alimentação, saúde, educação, assegurados a todo cidadão, não como caridade, mas como direito político.<sup>99</sup> O novo modelo estatal, com base em Keynes, deveria estabilizar, estimular e dirigir o rumo de sua economia, de modo que a economia e a política estivessem indissociavelmente ligadas.

Exemplificada nas experiências totalitária (nazista e fascista), nos planos quinquenais da União Soviética e no *New Deal* estadunidense, subsistia uma ação controladora do Estado, mais ativa e intervencionista no domínio econômico. Ou seja, era o Estado-educador, o Estado-armador naval, o Estado-ferroviário, o Estado industrial; um ser político supremo com o fito de atender a ideologia do interesse coletivo, ainda que por constituições progressivas.

Buscando o desenvolvimento, através da formalização de uma aliança entre o setor privado (burguesia) e o setor público, a serviço daquele, nasce, então, como um certo capitalismo assistencial, que baseia-se na própria renovação do capitalismo (e não efetivamente na socialização/coletivização) e numa ordem econômica internacional que enseja aos Estados desenvolvidos recolher nos subdesenvolvidos as parcelas de mais-valia já não coletáveis internamente de modo intenso.

---

<sup>98</sup> *Op. cit.* p. 156.

<sup>99</sup> BOBBIO, Norberto; PASQUINO, Gianfranco; MATTEUCCI, Nicola. *Dicionário de Política*. Vol. I. 11. Brasília : UNB. 2001. p. 426.

A liberdade de outrora, dos tempos liberais, passa, portanto, a ser condicionada ao dirigismo estatal, necessário para reequilibrar o que os fisiocratas já caracterizavam como desigualdade natural do capitalismo. O direito, por sua vez, é colocado como instrumento destinando a estabelecer os ditames que visassem à consecução do interesse público sobre o sistema econômico capitalista.

A face estatal era efetivamente controladora, de modo que a lógica da acumulação de riqueza – própria ao sistema capitalista – deveria estar condicionada ao disciplinado regramento do Estado legislador, cujas normas de conduta não mais se limitavam a um fim individual, mas a uma “função promocional”<sup>100</sup>, relacionada ao mesmo tempo a sanções punitivas e sanções positivas de encorajamento de comportamentos socialmente desejáveis.

É, aliás, o mesmo que Giovanni Clark prefere denominar de “neoliberalismo de regulamentação.”<sup>101</sup> Fazendo uma alusão à expansão do perfil do Estado, prestador de serviços públicos universais e também agente econômico na área empresarial, associado ao princípio do bem universal, regulava-se a atividade econômica para a promoção da segurança social como proteção individual em casos de necessidade e incapacidade.

Em sede específica, o direito tornou-se cada vez mais publicizado, em compasso com a necessidade de planejamento e articulação governamental das políticas públicas. Como defendiam Duguit e Hauriou, o Estado estava legitimado a intervir na economia e nas relações privadas, em função do reequilíbrio social e da solidariedade coletiva. O escopo deixava de ser excessivamente individualista para passar a comprometer-se com o interesse geral.

Contudo, a sobrecarga de exigências sociais, a burocratização dos serviços administrativos e a complexidade de instituições políticas levaram o *Welfare State* a sustentar uma crise especialmente envolvida num contexto de déficit de legitimidade democrática.

Como defende Luciana Pires Dias:

Os Estados, no entanto, a fim de atender ao interesse público, tornaram-se máquinas enormes, burocráticas e ineficientes, mormente utilizadas em prol do interesse político da elite (política ou econômica), e raramente norteadas pela idéia de interesse público. Diversos monopólios estatais ineficientes foram criados em setores cuja estrutura permitiria a participação não

---

<sup>100</sup> Cf. BOBBIO, Norberto. *Teoria do ordenamento jurídico*. Brasília: UNB, 1999.

<sup>101</sup> *Op. cit.* p. 4191.

predatória de uma multiplicidade de agentes. Ou seja, o modelo intervencionista também acabou por demonstrar-se incapaz de atender às demandas da complexa sociedade moderna.<sup>102</sup>

É como se o aumento gradativo do controle estatal na economia chegasse à exaustão, denunciando a chamada crise de governabilidade do Estado do Bem-Estar Social e (re)fortalecendo os postulados do modelo liberal clássico.

Conforme sustenta Habermas, apenas uma nova modelagem foi colocada sob o capitalismo, que desde os tempos do liberalismo já coexistia com o quadro de tendência de crise. Nesse sentido, identificando as chamadas crises de *output* (afetadoras do sistema administrativo) e de *input* (de legitimação), mencionado autor ressalta, respectivamente, que, ao passo que o Estado gera pretensões que não podem ser efetivamente satisfeitas, isso igualmente conduz a um déficit de legitimação do poder político, fadado a uma verdadeira crise de identidade.<sup>103</sup>

De certa forma, a ordem jurídica entrou em conflito com a moralidade e com os princípios de conduta fundamentais, estando a racionalidade política do plano formal incapaz de responder aos anseios democráticos da população. Outrossim, a falta de consenso obtido pela argumentação originara verdadeiras crises de motivação, referendada nomeadamente no sistema sócio-cultural.

Ou, como defende Luhmann, (i) um excesso de expectativas da população sobre o sistema político; (ii) uma ideologia repressiva do ponto de vista político e confrontadora com outros sistemas sociais; e (iii) a degeneração do modelo representativo, serviram para a crise do Estado Social.<sup>104</sup>

Com efeito, não há um ou outro dado que isoladamente possa ser considerado como precursor da crise do Estado Social. Ao passo que o colapso dos regimes socialistas e a redução da taxa de renda dos países desenvolvidos soaram como duro golpe no sistema regulador do referido Estado, igualmente, as conseqüências da solidificação do chamado mercado global evidenciaram a formação de um novo tipo de relação entre Estado e mercado, reflexivamente condicionada às estruturas sociais individualistas e promotora da revigoração da liberdade de transações, embora mais mitigada em relação aos tempos do

---

<sup>102</sup> *Op. cit.* p. 91.

<sup>103</sup> Cf. HABERMAS, Jürgen. *A crise de legitimação do capitalismo tardio*. Rio de Janeiro : Tempo Brasileiro, 1980.

<sup>104</sup> Cf. LUHMANN, Niklas. *El derecho de la sociedad*. México: Universidad Iberoamericana, 2002.

liberalismo clássico.

A revolução tecnológica, a globalização econômico-financeira e o soerguimento das economias européias pós-guerras mundiais, fizeram com que um novo Estado fosse elevado à cena, agora atrelado à afirmação do capitalismo como único modelo de produção existente.

A exemplo do acordado no Consenso de Washington, a intervenção direta através de empresas estatais deveria ser abandonada, visto ser cara e pouco eficiente na concretização dos direitos fundamentais. A intervenção na ordem econômica só caberia, grosso modo, para corrigir imperfeições do mercado, quando este não fosse capaz de autorregular-se e nos limites da respectiva incapacidade.

Nas palavras de Giovani Clark, isso corresponde ao surgimento do que acredita ser o “neoliberalismo da regulação”. Enquanto o Estado Democrático de Direito “procura destruir as bases constitucionais de governos autoritários, este, por sua vez, visa concentrar as ações do Estado na economia através da intervenção indireta (normas) e intermediária (Agências de Regulação).”<sup>105</sup>

Não é mais o Estado-empresário ou o Estado assistencial, muito menos um Estado totalmente abstencionista. Ao contrário, é a sedimentação de um poder político fiscalizatório e supervisor das atividades econômicas e dos serviços públicos, atuando conforme a necessidade de correção das falhas de mercado, ou, para garantir o equilíbrio dos agentes econômicos.

No respectivo estágio, o “ordenamento jurídico parece estar ‘contaminado’ pela presença de inúmeros micro-sistemas legais e distintas cadeias normativas, organizadas em rede, com múltiplas fontes de produção do direito”.<sup>106</sup> Os fatos e atos jurídicos decorrentes da casuística econômica da globalização dos mercados tornaram-se mais contundentes, forçando o sistema político a manter uma coordenação interativa com o processo econômico e com as forças sociais. Até porque os dogmas da segurança, da completude e da certeza jurídica não mais remanesciam em sua realeza.

As transformações oitocentistas e novecentistas atingiram, portanto, toda a estrutura basilar da relação existente entre Estado, mercado e sociedade. A autoridade política e a autonomia econômica dos Estados foram, de certo modo, relativizadas pelo poder supranacional de determinados centros de interesse

---

<sup>105</sup> *Op. cit.* p. 4192.

<sup>106</sup> *Op. cit.* p. 166.

internacionais.

Isso provocou uma crescente liberalização dos mercados, de modo a se assistir atualmente a uma descentralização de competências que cada vez mais tende a mitigar o papel dos gabinetes legislativos nacionais, ao tempo em que se vê fortalecido o papel global dos movimentos extra-estatais.

Como ressalta Maria Luiza Feitosa:

Significa que os anos noventa, polarizados pelo advento da 'sociedade informacional', pela emergência dos novos parâmetros da especialização flexível, pelo crescimento do mercado financeiro internacional e pela atuação cada vez mais crescente das corporações e do comércio multinacionais que ameaçam a soberania estatal, representaram a coincidência histórica de dois períodos econômicos: 9i) o pós-guerra, caracterizado pela intervenção estatal, pelo planejamento governamental e pela regulação do mercado; (ii) o período da economia globalizada, marcado pela desregulação dos mercados, pela extinção dos monopólios estatais, por programas de liberalização do mercado, pela privatização das empresas públicas e pela desterritorialização da produção.<sup>107</sup>

Em sede específica, especialmente a partir do esfalecimento do Acordo de *Breetton Woods*, o controle sobre o fluxo de capitais foi afrouxado, permitindo às instituições financeiras uma atuação internacional mais densa. Ademais, o surgimento do euromercado e a integração mundial dos mercados de capitais à década de oitenta, favoreceram o movimento de liberalização e desregulação dos mercados, no caso principalmente o financeiro.

Os serviços financeiros foram então atingidos tanto externamente quanto internamente, seja em virtude da integração econômica ou pela reformulação das estruturas do próprio lócus.

Em conseqüência, os espaços nacionais mostraram-se não totalmente competentes o bastante para o pleno aproveitamento dos recursos capitalizados, o que os conduziu à desregulação dos mercados financeiros. Isso quer dizer, na verdade, que a financeirização da economia não propiciou uma absoluta inexistência de controle ou intervenção estatal, mas apenas uma nova forma de regular, no caso, mais liberal e menos repressiva.

O comportamento dos sujeitos deixou de ser constantemente limitado ou condicionado à regulação conforme o Estado, passando a ser endogenamente conforme seus interesses privados, embora restringido pela transparência e

---

<sup>107</sup> *Idem, ibidem.* p. 190-191.

fidedignidade das negociações. A regulamentação excessiva do momento anterior foi substituída por um processo de regulamentação mínima dos arranjos institucionais de mercado, uma verdadeira *soft law*.

#### 4.2 AUTORREGULAÇÃO DO MERCADO, CRISE E RE-REGULAÇÃO

Em sede hodierna, o perfil da relação existente entre o Estado contemporâneo e a economia passou a ser densamente destacado por contextos de crises multiformes e cambiantes, sem qualquer consideração ultrapassada. O processo de inovação tecnológica e da própria estrutura do pensamento social, expressa novos *turning points* na tentativa de recuperação ou superação do problema.

Originária do grego *krineim*, que significa separar, espaçar, romper, a palavra “crise” deixou de ser um mero vocábulo apegado à noção de infortúnio ou deficiência permanente, calcando degraus na consideração de mudança de paradigmas ou reconstruções da racionalidade científica e social<sup>108</sup>. Constata-se na atualidade controversa um período de transição entre alguns referenciais distintos, seja no campo da política, a partir da crise democrática ou de legitimidade de responder a todas as demandas sociais; no campo da economia, pela confusão integrativa dos mercados; ou mesmo no âmbito jurídico, pela relativa incapacidade do Estado em desenvolver políticas públicas realmente identificadas com o chamado direito constitucional assistencial.

Diante desse quadro, há um clima de falência em relação aos velhos arquétipos teóricos tradicionais, capaz o bastante de fazer com que o “novo” comece a sepultar de uma vez por todas o “velho” e a orientar o presente ainda não perfeitamente dirigido. Ao tempo em que a economia se desterritorializa, o Estado passa a desenvolver um perfil de regulador por delegação, não mais detendo a exclusividade normativa e orientadora na condução da vida social. Há, agora, uma pluralidade de centros de poder normativo, marcada por microrrelações jurídico-privadas de caráter essencialmente econômico.

Por conseguinte, como uma forma de evitar o que Teubner caracterizou

---

<sup>108</sup> Cf. KUHN, Thomas. *The structure of scientific revolutions*. Chicago: Chicago University Press, 1970.

como “trilema regulatório”<sup>109</sup>, fora dos ambientes normativos tradicionais do Estado, surgem novos campos de composição de interesses e de ajustamento dos conflitos, bem como novos sujeitos de efetivação dos respectivos direitos. Na atual conjuntura, não se aceita mais a intervenção preponderante do direito estatal em outros subsistemas do universo social, ao ponto de desrespeitar o grau de autonomia a cada um inerente.

Conforme expõe Maria Luiz Feitosa, uma articulação entre as áreas reguladas e seus respectivos sistemas seria a solução para uma regulação jurídica menos formal e interventiva, garantindo a utilização das normas jurídicas como quadro de autorregulação social e a efetivação de expedientes de regulação negociada ou direta dos comportamentos sociais<sup>110</sup>. Ou seria possível aos particulares acordarem entre si mesmos as regras orientadoras da relação, ou, no máximo, o Estado estabeleceria uma relação com setores da sociedade para regular os comportamentos de determinados grupos sociais.

Embora possa parecer uma aspiração a la Hayek, o direito reflexivo proposto por Teubner evidencia a preocupação com um equilíbrio das relações sociais no seio do mercado sem a necessária abstenção absoluta do Estado. Expressa mais a possibilidade de uma regulação feita a partir do interior das relações, de dentro, pelas próprias instâncias sociais envolvidas; uma endorregulação ou autorregulação do mercado.

Como se estivesse calcado num processo de superação das racionalidades científica e instrumental, respectivamente neutra em relação a valores e de organização estratégica de meios adequados à superação de determinados fins, uma espécie de razão comunicativa vem à tona ante o processo de modernização da sociedade hodierna. Como defende Habermas, no processo de interação social entre a ação e a comunicação dos sujeitos em convivência, prevalece uma ação comunicativa que se orienta “segundo normas de vigência obrigatória que definem as expectativas recíprocas de comportamento e que têm de ser entendidas e reconhecidas, pelo menos, por dois sujeitos agentes.”<sup>111</sup>

À defesa de Maria Augusta Gonçalves:

---

<sup>109</sup> Cf. TEUBNER, Gunther. *Le droit réflexif*. Paris : LGDJ, 1987.

<sup>110</sup> *Op. cit.* p. 181.

<sup>111</sup> HABERMAS, Jürgen. *Técnica e ciência como ideologia*. Lisboa: Edições 70, 1987. p. 57.

O Estado contemporâneo está cada vez mais submetido aos mecanismos financeiros, ocupando-se de forma crescente com questões de ordem técnica, perdendo as instituições, como, por exemplo, o direito, a economia e a política, ao longo desse processo, a ligação com os fins para os quais foram criadas. Temos, assim, um Estado que, por um lado, se vê subtraído de parte de suas funções sociais primordiais e, por outro, na ampliação crescente de subsistemas de “ação racional com respeito a fins”, se vê submerso numa administração burocrática que, imbuída de uma racionalidade instrumental, pretende dotá-lo de eficácia na gestão dos problemas sociais.<sup>112</sup>

Diante desse contexto, novas formas de institucionalização da resolução dos problemas aclarados na sociedade passam a ser respondidos pelas partes diretamente interessadas. O Estado emana uma aliança com as mesmas sem necessariamente ordenar a direção pelo qual o caminho deverá ser seguido.

Em sede específica, no campo da autorregulação dos conflitos de mercado, os próprios regulados, por meio de organizações associativas ou representativas, passam, então, a suprir as lacunas da regulação governamental. Envolve a complementação ou relativa substituição do monopólio da ação reguladora estatal, através de uma iniciativa favorecida pelos efetivos participantes das relações de mercado. Até porque, como defende Jensen, “indivíduos racionais envolvidos em esforços cooperativos sempre têm incentivos para reduzir ou controlar conflitos de interesse assim como reduzir as perdas resultantes destes.”<sup>113</sup>

Surgida no cenário do Estado regulador, apenas tendente a fiscalizar e incentivar com monitoramento as atividades econômicas, a autorregulação enxerga nos próprios agentes do mercado a saída para a sanidade de alguns déficits de suas relações. Em consequência, a maior proximidade, sensibilidade e habilidade no trato das suas próprias condutas levam os participantes diretos do mercado a normatizar seus padrões éticos e deveres legais.

Como explica Alexandre Zanotta:

Assim como em relação ao conceito de regulação, a noção de autorregulação implica a integração de distintas funções: o estabelecimento de normas, a implementação e aplicação dessas normas e a composição dos conflitos que delas advêm. Há, igualmente, dentro do conceito de autorregulação apresentado, três poderes inerentes: aqueles de criação das

---

<sup>112</sup> GONÇALVES, Maria Augusta Salin. *Teoria da ação comunicativa de Habermas*: possibilidades de uma ação educativa de cunho interdisciplinar na escola. *Educação & Sociedade*, ano XX, nº 66, Abril/99, p. 130. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/es/v20n66/v20n66a6.pdf>>. Acesso em: 07 set. 2010.

<sup>113</sup> JENSEN, Michael. *Self-interest, altruism, incentives and agency theory*. In: *Journal of applied corporate finance*, 7(summer), p. 40-45, 1994. p. 45.



normas de conduta, o de aplicar e executar as normas elaboradas, e o exercício de poderes disciplinares em relação aos seus próprios membros.<sup>114</sup>

As associações passam, portanto, a oferecer um movimento que, embora voluntário, institucionaliza-se ante a necessidade do próprio mercado em desenvolver e assegurar sua própria estrutura operacional. A autonomia da vontade dos indivíduos de se associarem favorece o estabelecimento de regras que, em analogia à divisão dos poderes do Estado, interligam as funções de legislação, execução e fiscalização do cumprimento das normas privadas.

Não se trata de uma mera correspondência interempresarial, mais relacionada a um tipo de regulação interna empreendida pelas próprias empresas em uma situação contratual específica, duradoura ou não. Nesse caso, as obrigações assumidas enaltecem compromissos contratuais cuja eficácia limita-se aos centros de interesse delimitados, com uma liberdade contratual e de contratar também mais restrita.

Igualmente, não é a autorregulação uma espécie de co-regulação, identificada com órgãos de composição mista, de representantes do Estado e de interesses privados. A diferença é que as decisões do processo de autorregulação não necessariamente se sedimentam em questões de hierarquia, ou em consensos firmados em órgãos mistos especificamente criados para tanto. Suas associações têm uma característica de organização coletiva que, ao mesmo tempo, dirige e assume as regras estabelecidas, sem a necessidade imperiosa de participação do poder público.

Por isso, a autorregulação também não é um processo de participação privada na atividade regulatória estatal, visto não estar diretamente relacionada com a concepção racional-científica de dominação das funções regulatórias por parte do Estado. Esse caso trata-se mais de uma situação de regulação participada.

No máximo, a autorregulação pode ter uma índole pública quando as instâncias privadas de autorregulação são efetivadas ou reconhecidas pelo poder estatal, que as outorga poderes de normatização e fiscalização semelhantes aos seus. Nesse caso, as associações são transformadas em órgãos do Estado, assumindo a condição de regulador com autoridade e independência, como uma

---

<sup>114</sup> ZANOTTA, Alexandre. *Regulação e auto-regulação no mercado de capitais brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial). São Paulo: PUC, 2005. p. 84.

situação mais identificada com uma regulação pública não-estatal, embora ainda pública.

Dessa forma, nas palavras de Vital Moreira:

Auto-regulação não é menos “artificial” do que a regulação estatal. Também ela implica a formulação de normas e a sua implementação, de modo a influenciar, condicionar, proibir ou constranger a atividade dos agentes económicos. A diferença está em que ela compete aos próprios agentes económicos, coletivamente organizados, que desse modo são, simultaneamente, autores e destinatários da regulação.<sup>115</sup>

Com a autorregulação há, portanto, uma espécie de regulação que vai do empreendimento *interna corporis* à definição de normas válidas para determinado seguimento do mercado. A compreensão de regulação enquanto modelo puramente intervencionista do Estado sobre a economia perde espaço para o compromisso entre os agentes integrantes daquele mercado, numa concepção que mais parece interligada aos conceitos abstraídos do sistema de *common law*.

A indicação da lei como *standard* jurídico maior aparentemente se mostra enrigecedora das relações interpessoais e da consequente resolução de seus conflitos, à visualização de uma relativa onerosidade ao mercado, que consequentemente se apressa em estabelecer meios de neutralizar essa influência. Em contraprestação, essa espécie de “fraqueza normativa” seduz os operadores do mercado porque gera as condições propícias para uma maior mobilidade negocial. A autorregulação possibilita, assim, uma ascendente flexibilidade para a edição e reformulação de normas e procedimentos, visto seu caráter mais próximo da realidade e menos burocrático.

Os costumes são o elemento utilizado em demasia para a produção normativa das entidades de classe representativas de grupos de interesse, aliado à jurisprudência nacional e internacional e aos princípios gerais. Eles são reconhecidos e sedimentam a elaboração de códigos de ética/conduita e de normas regulamentares da profissão, à qualidade de modelos jurídicos derivados de fatos jurídicos que ganham especial destaque nas relações entre Direito e economia.

Denota-se, portanto, as experiências vivenciadas ou em construção pelos próprios associados, significando uma regulação coletiva – já que não existe em nível individual – e sem a interferência direta da heterorregulação, ou, de normas

---

<sup>115</sup> MOREIRA, Vital. *Auto-regulação profissional e administração pública*. Coimbra: Almedina, 1977. pp. 52-53.

criadas pelo meio externo, pelo Estado.

No entanto, haja vista o contexto de permanente transformação socioeconômica contemporânea, mais recentemente se avulta uma nova manifestação de ruptura com de terminados padrões tradicionais da organização social. Enquanto decai a relevância de determinado axioma paradigmático, um momento de transição anuncia o soergimento de novos tipos de racionalidade. E, outra vez, mostra-se um ponto crítico dentro do sistema de relações entre Estado, mercado e sociedade, insinuando que há algo que não mais se sustenta ou que não mais reproduz uma determinada ordem.

Desde o esgotamento do papel extremamente liberal do Estado ao declínio da função nomeadamente centralizada do aparelho estatal dirigente, a fórmula utilizada pelo Estado neoliberal, consolidada a partir da marcante recepção dos processos de globalização e inovação financeira supranacional, igualmente demonstra sinais de turbulência. O Estado atual apregoa-se numa cambiante e permanente interação com fatores de índoles pública, privada e social, enaltecendo o alto perfil de contingência que atinge boa parte de sua estrutura organizacional dogmática.

Para fins meramente didáticos, poder-se-ia até decantar a periodicidade histórica das crises da regulação econômica estatal segundo as etapas de (i) regulamentação espontânea da economia; (ii) regulação dos comportamentos econômicos por meio de instituições governamentais; (iii) tentativas de desregulamentação dos anos setenta; e (iv) implementação de políticas neoliberais de mero disciplinamento dos processos econômicos. Todavia, esse processo de relação entre o Estado, o mercado e a sociedade, acontece em meio a profundas transformações que alternadamente denunciam a força (ou fraqueza) de algumas das partes dessa interação, sem possível ser atribuir exposições estanques sobre ela.

Assim, só especialmente a partir de meados do ano de 2008 é que percebeu-se que os ciclos econômicos não estavam totalmente domesticados ou amansados; que o Consenso de Washington e a autorregulação dos mercados não era a única vertente a considerar nas relações do sistema capitalista de produção. A título de exemplo, o estouro da bolha financeira do Japão e suas consequências à economia asiática, a chamada “crise tequila” do México ante o escoamento de reservas internacionais, e o efeito de contágio sobre a credibilidade da moeda

argentina, demonstraram que a opção pelo relativo retorno do *laissez-faire* expunha graves riscos (inclusive morais) ao comportamento dos sujeitos econômico e político.

Como sintetizou Paul Krugman:

Porém, a advertência foi ignorada e não se tomou a iniciativa de ampliar a regulação. Ao contrário, o espírito da época – e a ideologia da administração George W. Bush – se revelaram profundamente refratários à regulação. [...] De maneira mais concreta, o governo Bush usou o poder federal, inclusive atribuições obscuras do Office of the Comptroller of the Currency, para bloquear iniciativas estaduais que buscavam submeter a alguma supervisão os empréstimos subprime. Enquanto isso, pessoas que deveriam preocupar-se com a fragilidade do sistema estavam loas à “inovação financeira”.<sup>116</sup>

O último modelo reinante era o da concepção de que o mercado antecipava-se, pois, ao Estado, o qual limitava-se a “meter-se” apenas onde a complexidade do jogo de valores o permitisse; regulava-se somente o mínimo necessário ao bom andamento da partida.

Contudo, a ignorância ou descarte dos riscos crescentes de crise no sistema econômico-financeiro fizeram com que a crise eclodisse. Concordando com o posicionamento de George Soros de que a crise atual seria um estágio de clímax de uma superexpansão do mercado de crédito que ocorreu nos últimos sessenta anos, a globalização econômica e a onda de inovação dos produtos financeiros evidenciaram uma complexidade tal ao ponto de denunciar a relativa incapacidade das autoridades governamentais em avaliar e “domesticar” os riscos inerentes a essas operações.

Historicamente, frente à bolha da internet de 2001, que despencou os preços das ações de empresas de informática e de telecomunicações, o então presidente do *Federal Reserve System* (FED), Alan Greenspan decidiu orientar e estimular o setor de investimentos imobiliários, adotando uma política de taxas juros muito baixas e de redução das despesas financeiras. Surgiram, assim, as chamadas “hipotecas subprimes”, empréstimos hipotecários de altíssimo risco fornecidos a famílias em sua grande maioria sem nenhum tipo de garantia, e que, mais tarde, passaram a ser negociadas no mercado financeiro sob a forma de derivativos, inclusive sob a chancela das agências mundiais de avaliação de crédito.

Todavia, quando do FED começou novamente a aumentar a taxa de juros

---

<sup>116</sup> KRUGMAN, Paul. *A crise de 2008 e a economia da depressão*. Tradução de Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 172.

em 2005, o preço dos imóveis relacionados aos empréstimos subprimes denotaram sinais de queda, fazendo com que a conseqüente desvalorização dos respectivos derivativos impossibilitasse sua negociação a qualquer preço. Em pouco tempo, o inadimplemento atingiu a base da pirâmide, os mutuários, chacoalhando todo o sistema financeiro internacional a partir de fins do ano de 2007. A quebra do milenário Banco estadunidense Lehman Brothers foi seguida de perto por outras instituições do mercado financeiro - especialmente outros bancos, seguradoras e fundos de investimento -, provocando a proliferação de um efeito sistêmico em escala dominó.

Explicando a magnitude dessa crise de 2008 em relação, inclusive, a outras situações de grande depressão econômica, Paul Krugman assim adverte o que considera a primeira grande crise financeira do século XXI:

Sinto-me tentado a afirmar que essa crise não se assemelha a nada que tenhamos visto. Porém, eu seria mais exato se afirmasse que ela se parece com qualquer outra que já presenciemos em diferentes épocas, só que, agora, é como se todas estivessem acontecendo de uma vez, ao mesmo tempo: estouro da bolha de imóveis, comparável ao que aconteceu no Japão e fins da década de 1980; onda de corridas bancárias, remanescente daquelas do começo da década de 1930 (embora envolvendo principalmente o sistema bancário paralelo, em vez de instituições financeiras convencionais); armadilha de liquidez nos Estados Unidos, outra vez evocativa do Japão; e, mais recentemente, ruptura dos fluxos de capital internacionais e sucessão de crises cambiais, análogas às que varreram a Ásia, em fins da década de 1990.<sup>117</sup>

Quando a atuação do governo norte-americano pretendeu ser mais eficaz, já não havia mais tempo, e a política monetária adotada havia perdido todas as rédeas sobre a economia real. Em linhas gerais, a crise atingiu todo o sistema socioeconômico mundial - visto a grande parcela de riqueza americana investida no exterior -, repercutindo também nos níveis de produção, emprego, consumo e renda.

Foi mais que uma reprise surpreendente da grande depressão de 1929, de modo que a economia mundial se revelou em espaço muito mais perigoso do que se apostava no passado.

Nesse sentido, contrariando a posição extremada de Kenichi Ohmae de redução do Estado nacional a uma “fantasia de sabor nostálgico”, ante a voracidade dos mercados transfronteiriços<sup>118</sup>, o poder governamental voltou à tona, como que

---

<sup>117</sup> KRUGMAN, Paul. *Op. cit.* pp. 173-174.

<sup>118</sup> Cf. OHMAE, Kenichi. *La fine dello stato-nazione: l'emergere delle economie regionali*. Tradução de

reintervindo os percalços econômicos. A estatização de algumas instituições financeiras, a injeção de grande soma de dinheiro na economia e a reavaliação de práticas (neo)liberais passaram a ser utilizadas como alternativas aos problemas devastadores da crise.

Isso evidenciou mais uma vez a fragilidade do pensamento do livre mercado, capaz de sozinho se autorregular e, em determinadas situações, corrigir eventuais falhas. Em consequência, a intervenção do Estado na economia passou a ser o discurso da vez, como que à defesa de uma “re-regulação” do mercado. Volta-se à tona, então, o contexto amparado pela embrionária teoria normativa da regulação, especialmente considerada à intervenção estatal no processo de decisão dos agentes econômicos, inibindo o poder abusivo do mercado e falhas como externalidades, monopólios e assimetrias de informações.

Sinopticamente, após a crise de 2008, os americanos passaram a defender mais autoridade aos reguladores estatais para vistoriar a situação das entidades financeiras e os seus ativos, a partir da criação de um conselho de reguladores federais e uma agência de proteção do consumidor de serviços financeiros e bancários; da decisão de que as instituições financeiras teriam de manter mais capital como reserva e reduzir o seu endividamento; da efetivação de uma política de monitoramento e centralização da comercialização de derivativos; e do estabelecimento, notadamente intervencionista, de que o Estado poderia abarcar a o domínio de empresas financeiras que entrassem em colapso.

A importância do tratamento sistêmico de regulação das instituições começou, portanto, a ganhar força, inclusive por meio de uma cooperação internacional mais efetiva para evitar a simples adoção de mecanismos de supervisão do mercado. Ou, diante desse quadro de urgente reforma do sistema financeiro especialmente protagonizado pelo mercado americano, nas palavras de Joseph Stiglitz:

Nós não queremos apenas ver que as coisas estão se deteriorando com os bancos, precisamos interromper o processo antes que seja tarde demais. E isso significa mais regulação. E é claro que os bancos não têm a capacidade ou vontade de julgar o tipo de risco que pode vir a prejudicar outros investidores. E eles têm assumido riscos inadmissíveis de forma repetida. Essa não é a primeira crise: precisamos nos lembrar de que os bancos americanos já foram resgatados na Coreia do Sul, Argentina,

Tailândia, Indonésia e Rússia. E o fato é que nós continuamos a resgatá-los. Se essa fosse a primeira vez, você poderia dizer: bem, isso foi um acidente. Mas acontece que esse é um padrão, repetitivo, de mau comportamento. O sistema financeiro continua exercendo uma enorme capacidade de influência política para retornar o mundo ao estado ex-ante da crise, como era em 2007, com alguma mudança cosmética. Eles dizem que teremos uma supervisão geral, mas eles não querem uma regulação geral. E se temos bancos que são grandes demais para quebrar, temos que nos certificar de que eles não vão cometer os mesmos erros do passado, que hoje colocam em risco o futuro de toda a economia americana.<sup>119</sup>

No mesmo sentido, a linha de raciocínio adotada pela União Europeia apareceu na direção de fortalecer e sustentar a estabilidade do mercado (notadamente do sistema financeiro) além da própria União, na esteira de prevenção e identificação de riscos preferencialmente em estágios ainda nascentes, bem como de harmonização de regras e recomendações relativas ao mercado econômico-financeiro.

A própria União Europeia destacou suas políticas como de naturezas macro e micro prudencial, respectivamente interligadas às propostas de criação do *European Systemic Risk Board* (ESRB) e do *European System of Financial Supervisors* (ESFS), para monitorar e evitar potenciais riscos, além de assegurar uma melhor comunicação e coordenação entre os supervisores nacionais.<sup>120</sup> Em consequência, de modo integrativo, a proposta de regulação dos serviços financeiros incluiu desde medidas de maior transparência das operações, fomento a políticas de gestão e prevenção de crises institucionais financeiras, ao estabelecimento e convergência de sanções aos eventuais responsáveis pela ocorrência de situações econômicas adversas ao mercado.

Em sede específica, embora o Brasil não tenha sentido com o mesmo vigor americano e europeu os sintomas da crise, algumas medidas também foram tomadas, igualmente à interpretação de salvaguardar o mercado por meio de uma política de maior intervenção do Estado na economia. Os argumentos de existência de um nível elevado de reservas, com uma dívida externa baixa e uma dívida pública cadente em relação ao PIB, não foram o bastante para o contágio sistêmico da crise financeira, que impactou mais diretamente o preço das commodities e os

<sup>119</sup> *Resgates a bancos socorrem acionistas e banqueiros, diz Stiglitz*. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/economia/resgates-bancos-socorrem-acionistas-banqueiros-diz-stiglitz-467491.html>>. Acesso em: 14 de setembro de 2010.

<sup>120</sup> *Cf. Commission adopts legislative proposals to strengthen financial supervision in Europe*. Disponível em: <<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/1347&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>>. Acesso em: 14 set. 2010.

fluxos de capitais necessários para manter elevada a taxa de investimento.<sup>121</sup>

Como contrapartida, o Estado se agitou no sentido de empreender esforços tendentes a monitorar com mais proximidade os atores do mercado e a intervir na quantidade de moeda estrangeira disponível no mercado. Isso além do estímulo ao consumo, que, por meio da expansão do microcrédito e da desoneração fiscal de alguns produtos, também teve especial destaque.

Portanto, o arquétipo prático ilustrado pelas recentes crises da relação Estado e mercado aponta novamente para a ideia de “domesticação” deste último, em vistas a evitar novas crises tão caras ao processo de acumulação e transferência de riqueza do sistema capitalista. Uma espécie de contradição intrínseca ao próprio modo de produção, que, também “pede” certo grau de ação do Estado para equilibrar as leis de concorrência.

#### 4.3 ASPECTOS DE REGULAÇÃO FINANCEIRA, FALHAS DE MERCADO E ASSIMETRIAS DE INFORMAÇÕES

Diante dos fenômenos da globalização e da financeirização da economia, a diversidade de relações entre os agentes econômicos passou a apresentar novos temperamentos, especialmente relacionados com a modernização da práxis mercadológica e da criação de novos instrumentos de pactuação do risco financeiro. Em conseqüência, as estruturas de regulação igualmente se apressaram em readequar sua organização em conformação com a complexidade das práticas de mercado, denunciadoras, por sua vez, da crescente velocidade de informações, inovação tecnológica e transnacionalização do produto financeiro.

Como ressalta Ulrich Beck, a sociedade atual passa então a enfrentar problemas advindos da primeira modernidade, chamada iluminista, e que repercutem com especial força nos processos de globalização, de institucionalização do individualismo e dos riscos globais da crise ecológica e da turbulência dos mercados financeiros.<sup>122</sup>

---

<sup>121</sup> Cf. PASTORE, Afonso Celso; PLNOTTI, Maria Cristina. A crise de 2008 e o Brasil. *Fórum Nacional – Edição Extraordinária. Sobre o domínio da insegurança (crise global)*. INAE - Instituto Nacional de Altos Estudos. 3 e 4 de dezembro de 2008. Disponível em: <[http://www.inae.org.br/trf\\_arq.php?cod=EP02590](http://www.inae.org.br/trf_arq.php?cod=EP02590)>. Acesso em: 14 set. 2010.

<sup>122</sup> Cf. BECK, Ulrich. Risk society revisited: Theory, Politics, and Research Programmes. *The Risk Society and Beyond*. London: Sage Publications, 2000.



O desenvolvimento dos mercados e a expansão do padrão industrial provocaram uma remodelação das estruturas sociais, que passaram a serem consideradas numa modernidade autoconflitante e reflexiva, produtora e consumidora dos próprios riscos, inclusive do subsistema financeiro. Evidencia-se, portanto, uma dimensão sistêmica dos fenômenos que cada vez mais denuncia a intrincada relação agente financeiro-cliente, a constante complexidade das negociações em âmbito privado e transfronteiriço, e a ameaça à própria organização das relações sociais.

Em outras palavras, a relação de dependência da economia real em relação à economia financeira e o advento da integração global dos mercados readaptaram as estruturas institucionais, recomendando novas formas de administração e tratamento da confiança do investidor no sistema financeiro.

Nesse contexto, no campo mais atual do mercado financeiro, algumas forças apareceram incontroláveis pelo próprio lócus econômico; a mão invisível por vezes pareceu não funcionar, não se adequando à consecução de objetivos com foco no interesse público maior. De modo geral, como nas demais formas de regulação, a regulação financeira também se justificara então pela existência de falhas de mercado, embora à consideração das particularidades intrínsecas a este ambiente específico.

Especificamente, o reconhecimento particular de falhas de mercado relacionadas à produção de informação e divulgação do processo de conhecimento na seara econômico-financeira evidenciam obstáculos à fundamentalista consideração de plena eficiência do mercado. Há uma relação inversamente proporcional entre a observação e distribuição das informações de conhecimento das firmas e o nível de confiança depositado nas estruturas de mercado, considerando o grau de discrepância em sua disponibilidade.

Além disso, como ressalta Iain Ramsey:

O consumidor pode ter dificuldade para julgar a qualidade do diagnóstico, a qualidade do tratamento e se os serviços são necessários. Os consumidores podem ficar inseguros quanto ao valor de uma “segunda opinião” e os riscos potenciais de não obtê-la. O vendedor, infelizmente, pode não ter interesse em revelar a informação.<sup>123</sup>

---

<sup>123</sup> RAMSEY, Iain. *Consumer protection text and materials*. London: Weidenfeld and Nicolson, 1989. p. 44.

Há, portanto, diferentes feixes contratuais que, inevitavelmente, esbarram na confiança do público poupador e investidor. E podem também revelar-se custos ocultos ao processo, de modo que a par das eventuais dificuldades que os consumidores têm em avaliar tais custos, os vendedores (ou prestadores de serviços) podem não ter estímulos o suficiente para fornecer a informação adequada.

Em contrapartida, a regulação financeira tende então a (re)organizar esse ambiente, fornecendo-o estruturas seguras e adequadas para a promoção de uma eficiência que também se revele preocupada com o correto funcionamento das relações negociais.

Seja por meio da regulação de condutas (ou transacional), ou mesmo por uma regulação antes prudencial, nas palavras de Mishkin o norte transita entre o “*regulatory approach*” e o “*supervisory approach*”<sup>124</sup>, decantando uma série de iniciativas ora mais interventivas ora mais fiscalizatórias e de monitoramento. O foco é a administração do risco em razão dos níveis de incerteza e confiança depositados nas instituições e transações financeiras.

#### **4.3.1 A confiança entre o risco e a incerteza**

A globalização financeira dos mercados e a conseqüente aproximação dos centros de interesse provocaram contínuas readequações na relação entre instituição e investidor, ao menos na pactuação das inovações instrumentais. Em conseqüência, algumas dimensões contidas nesse ambiente em permanente mutabilidade denunciaram sua alta complexidade, sua índole mesmo fictícia e outros panoramas suscetíveis de carregar consigo a desconfiança e riscos potenciais.

A partir de uma nova compreensão dos comportamentos interpessoais, devido ao caráter reflexivo dos meios de informação, os mercados financeiros tendem, inclusive, a momentos de instabilidade. Interessante notar que há um verdadeiro sistema de paradoxos, que, entre contextos de contradições e rupturas, pontualmente ratifica a compreensão da modernidade como um quadro de incertezas e descontinuidades.

---

<sup>124</sup> MISHKIN, Frederic S. Prudential Supervision: why is it important and what are the issues? MISHKIN, Frederic S. *Prudential supervision: what works and what doesn't*. Chicago: National Bureau of Economic Research, 2001. p. 14.

É a afirmação de uma nova sociedade, especialmente marcada por uma redefinição dos próprios riscos envolvidos – que, não mais apenas centrados no individualismo, extrapolam as fronteiras e o tempo -, por uma considerada modernidade reflexiva de crises de confiança e insegurança, de confronto de convicções herdadas do passado e novas realidades.

Em outras palavras, de acordo com o entendimento de Ulrich Beck:

A novidade da sociedade de risco repousa no fato de que nossas decisões civilizacionais envolvem conseqüências e perigos globais, e isso contradiz radicalmente a linguagem institucionalizada do controle – e mesmo a promessa de controle – que é irradiada ao público global na eventualidade de catástrofe.<sup>125</sup>

Em sede específica, a modernidade dessa nova sociedade de riscos reclama, portanto, contínuas ponderações acerca das reformulações da práxis econômica, permanentemente analisadas de acordo com novas informações e sistemas de comunicação centrados sob essa própria prática, alterando de forma constitutiva e ininterrupta seu caráter.<sup>126</sup>

Num cenário incerto, onde as instituições não mais oferecem um aparato capaz de promover um bom nível de segurança à sociedade investidora, cada indivíduo se vê diante de um quadro de ampla socialização dos riscos, independentemente de sua própria atuação isolada.

Ou, em sede mais específica, conforme sustenta Giddens em sua formulação das chamadas “fichas simbólicas”, o dinheiro passa a representar um exemplo de que existem “meios de intercâmbios que podem ser ‘circulados’ sem ter em vista as características específicas dos indivíduos ou grupos que lidam com eles”<sup>127</sup>. O vocábulo “fictício” passou a assumir uma conotação não mais apenas apegada ao ideológico ou utópico, mas verdadeiramente encarado à realidade.

Aliás, segundo Frank Knight, mesmo nascida entre as ciências humanas, a economia teria adotado arquétipos abstratos semelhantes às ciências exatas, os quais, ao passar do tempo, começaram a se impor como se reais fossem.<sup>128</sup> Em conseqüência, deveria se considerar também o papel da incerteza na conformação dos agentes econômicos, bem como as variáveis aleatórias decorrentes do risco.

---

<sup>125</sup> BECK, Ulrich. *Op. cit.*

<sup>126</sup> Cf. GIDDENS, Anthony. *As conseqüências da modernidade*. São Paulo: Unesp, 1991.

<sup>127</sup> *Idem, ibidem*. p. 30.

<sup>128</sup> KNIGHT, Frank H. *Risk, uncertainty and profit*. Washington: Beard Group, 2002. p. 11.

Como defende a teoria microeconômica, o pressuposto é a existência de uma aversão dos agentes econômicos ao risco e à incerteza, de modo que cada indivíduo ou instituição tende a considerar o valor de um bem a partir de seu maior grau de certeza, de menos chances de perdas, ou, de diminuta possibilidade de riscos envolvidos ao seu processo.

O risco passou a ser administrado, mensurado e quantificado no mercado financeiro, bem como avaliado a partir da criação de soluções para a sua consequente transferência ou repartição entre os sujeitos. Acompanhada de uma alta dose de complexidade e evolução técnica, a contínua inovação das atividades financeiras trouxeram novos riscos financeiros ao processo produtivo cada vez mais interdependente e desmaterializado.

De qualquer forma, enquanto para as instituições financeiras em geral esses riscos são uma constante, interessa notar que “os agentes financeiros não são especializados em lidar com tais modalidades de risco, distintas de suas atividades profissionais, dispondo de escassa *expertise* para administrá-las”.<sup>129</sup>

Nesse sentido, em sede de proteção regulatória, o bem a ser protegido deve ser em última instância a confiança do público poupador nas próprias instituições. Ainda que exista um mercado de relativa confiança e certeza jurídica, é evidente que são bens difusos ou coletivos que devem ser protegidos.<sup>130</sup>

Aliás, a racionalidade do público investidor não se mostra plenamente eficiente, absolutamente exata no mercado, de modo que as preferências individuais nele não tendem a prevalecer. O poder do que produz, destacadamente majoritário, pode muitas vezes abalar a confiança depositada no lócus mercadológico, provocando desequilíbrios na relação de confiança entre os participantes.

A informação pode criar vínculos de solidariedade e cooperação; todavia, quando abalada ou restrita ao que seria adequado, pode também desvirtuar o processo de conhecimento e produtividade. A confiança parte da “expectativa mútua de que, numa troca, nenhuma parte irá extrapolar a vulnerabilidade da outra”<sup>131</sup>, onde se requer que os centros de interesse saibam acordar seus anseios sem violar a autonomia do outro, que deve também ser reconhecida; quando transgredida, no

---

<sup>129</sup> Cf. BOYLE, Phelim; BOYLE, Feidhlim. *Derivatives: the tools that changed finance*. London: Risk Books, 2001. p. 95. *Apud*. YAZBEK, Otávio. *Op. cit.* p. 23.

<sup>130</sup> SADDI, Jairo. *Crise e regulação bancária: navegando mares revoltos*. São Paulo: Textonovo, 2001. p. 48.

<sup>131</sup> MACEDO JÚNIOR, Ronaldo Porto. *Contratos relacionais e defesa do consumidor*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. P. 146.

entanto, esta confiança - intrinsecamente relacionada ao processo de troca informacional - pode denotar sérios problemas nas relações interpessoais que rodeiam o poder, o contrato e a justiça transacional.

#### **4.3.2 *In casu*, o problema das assimetrias informacionais**

A justificativa ordinária para a existência da regulação é a necessidade de corrigir falhas, de mercado ou mesmo de governo, seja para eliminá-las ou, numa visão mais ampla, para defender o interesse público em face de eventuais déficits de bem-estar social. Preservação de direitos de propriedade, de minimização de custos de transação, de livre e justa concorrência, são alguns dos exemplos a serem seguidos, de modo que a intervenção do Estado na órbita econômica revela-se como argumento à satisfação do correto andamento do mercado e da garantia dos direitos da sociedade com ele correlacionada.

Em sede específica, com o desenvolvimento tecnológico e a globalização financeira, além das tradicionais falhas de mercado, como monopólios e externalidades negativas, outras justificativas para a atuação do Estado na economia foram acrescentadas, a citar especialmente o problema da assimetria de informações. Isso porque há atualmente um crescente nível de incerteza em relação ao futuro e uma maior e mais rápida redefinição dos processos de produção e divulgação do conhecimento. A sociedade atual deixou de ser baseada no modelo de desenvolvimento estritamente industrial, aportando a sua fonte de produtividade na tecnologia de processamento de dados, geração de informação e de comunicação.

Trata-se da também chamada sociedade do conhecimento, onde a informação, como meio de criação do saber, desempenha um papel decisivo na fabricação de riqueza e no reforço à boa convivência entre os agentes envolvidos no processo comunicativo.

No entanto, em vários setores da economia, hodiernamente os agentes que se relacionam no processo de negociação possuem diferentes níveis de informação. A presunção de que existe informação ótima e distribuída de forma igualitária para todas as partes revela-se mais uma utopia, em especial por meio da desconexão de disponibilidade.

Como ilustra P. Nelson<sup>132</sup>, a capacidade dos consumidores obterem as informações relevantes ao processo de troca caracteriza, inclusive, os três tipos de produtos a ele disponíveis de negociação. Num primeiro grupo, caracterizado pelos bens de procura como *commodities*, toda a informação primordial pode ser obtida antes mesmo do estabelecimento do contrato por simples inspeção, não apresentando custos relativos à negociação. Noutra parte, como algumas cargas de informação só podem ser obtidas após a contratação ou mesmo após o consumo dos produtos, os bens de experiência tornam a tomada de decisão não totalmente fundamentada em todas as informações que se desejaria saber. Por último, num terceiro grupo, dos bens de crença, algumas informações importantes não podem ser obtidas nem após o consumo dos produtos, o que elimina qualquer tipo de inspeção por desconhecimento do seu processo de produção.

Sob essa ótica, a atividade de intermediação de bens e serviços financeiros pode evidenciar um determinado arranjo institucional denunciante de uma fração relevante do nível de informação que não está corretamente observada. Embora o contrato possa ele mesmo possuir elementos que orientam o comportamento desejado e idealmente mais justo<sup>133</sup>, algumas informações ainda podem estar clandestinas ao processo, caracterizando, por exemplo, problemas de informação assimétrica.

Ou, como sintetiza Armando Pinheiro e Jairo Saddi, “quando os agentes econômicos realizam trocas com base em informações incompletas sobre os custos e benefícios que cada um terá como resultado de uma transação, o mercado falha e, por conta própria, não maximiza o bem-estar social.”<sup>134</sup>

Parodiando a visão de Smith sobre o auto-interesse do açougueiro-ervejeiro-padeiro, a inserção da assimetria de informações num ambiente em que os agentes se comportam de forma estratégica faz com que variáveis diversas entrem em jogo. A assimetria de informações não significa o conhecimento que um investidor possa vir a ter do mercado em decorrência de informações obtidas e disponíveis a todos os interessados; ela nasce na forma não universal como se obtém tal informação, privilegiando-se uma pessoa ou grupo de pessoas em

---

<sup>132</sup> NELSON, P. Informational and consumer behavior. *Journal of Political Economy*, nº. 78, p. 311-379, 1970.

<sup>133</sup> Sob esse contexto, o *self-enforcement* caracteriza a técnica de completude contratual na definição dos elementos que possam conduzir as partes a determinado comportamento desejado.

<sup>134</sup> PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. 2. Reimp. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 259.

detrimento dos demais investidores do mercado financeiro.

Diante desse quadro, a informação sobre as condições em que se atua, de cunho prático ou funcional, nem sempre está corretamente evidenciada. Não se refere simplesmente ao nível de qualidade do produto ou do serviço, mas ao conhecimento econômico disponível no processo de negociação sobre as próprias características essenciais à atuação no mercado.

#### 4.3.2.1 O conflito de interesses na relação *principal-agent*

No contexto negocial, os agentes econômicos podem usar a ciência privilegiada que dispõem em benefício próprio, dificultando um arranjo equilibrado do processo de distribuição e compartilhamento de informações. Em consequência, problemas relacionados a conflitos de interesse entre as partes envolvidas tornam-se mais relevantes, denotando um espaço de interação marcadamente mais conflitante em relação ao nível de conhecimento distribuído e acordado.

A relação entre *principal* e *agent* pressupõe a existência de poderes delegados a um determinado centro de interesse (agente) para que este atue em nome e em benefício do outro (principal), acordando seu comportamento e conseqüentes decisões de acordo com o que racional e desejosamente deveria ser empreendido em prol do interesse daqueles que, a rigor, detêm um conhecimento mais limitado.

Como ocorre na relação entre investidor e fundos de investimento, por exemplo, trata-se de um acordo relação tipicamente hierárquico entre sujeitos econômicos, onde, embora ambos ajam racionalmente em relação aos incentivos um do outro, o principal pode acumular situações desvantajosas em razão de eventuais incapacidades de prever ou limitar atuações oportunistas do agente. Na realidade, o agente sabe o esforço depreendido em sua tarefa; o principal apenas o resultado deste.

Em outras palavras, como adverte Otávio Yazbek:

Pela natureza das atividades, porém, o contratado tem acesso privilegiado a informações que seriam de interesse do principal, podendo utilizá-las em benefício próprio, ainda que em prejuízo daquele ou do adequado desenvolvimnto dos trabalhos. Diante da ignorância do principal, o agente tem um estímulo para beneficiar-se de tais informações.<sup>135</sup>

---

<sup>135</sup> *Op. Cit.* p. 40.

O principal depende da atuação do agente ou da qualidade da informação disponibilizada por este, à semelhança de uma relação de bem-estar interdependente. Todavia, como os resultados não dependem apenas dele, tem o mesmo uma capacidade apenas parcial de observar e monitorar o comportamento e produtividade de seu subordinado.

Nessa relação espera-se que o agente tome decisões condizentes com os interesses do principal; no entanto, segundo Eisenhardt, principal e agente estão engajados em um comportamento corporativo, mas possuem diferentes metas e diferentes atitudes com relação ao risco.<sup>136</sup> Aliás, uma vez que ambos os sujeitos estão propensos a maximizar as utilidades, boas razões existem para que o agente não aja na defesa do melhor interesse do principal.<sup>137</sup>

Dessa forma, conflitos podem existir na interação supracitada, evidenciando problemas sobre o nível de informação disponibilizada ou mesmo ocultada.

#### 4.3.2.2 A seleção adversa

Um dos problemas decorrentes da assimetria de informação identificada na relação *principal-agent* refere-se à chamada seleção adversa (*adverse selection*), intrinsecamente relacionado com o custo do acesso à informação e à incompletude contratual, à ocorrência de eventual seleção de determinado produto de forma ineficiente, adversa à informação pactuada entre ofertantes e demandantes.

Do ponto de vista contratual, ela deve ser encarada como oriunda de comportamentos oportunistas a nível pré-contratual, quando uma das partes detém informações privilegiadas e privadas. Neste caso, como algumas informações são omitidas *ex ante*, o prejuízo é evidenciado antes mesmo do momento da definição do contrato, evitando a realização de transações desejadas em um ambiente de informação perfeita.

Como ilustra Rachel Sztajn, Decio Zylbersztajn e Paulo de Azevedo:

Um mercado que possua diferentes qualidades de bens – e essa seja uma

---

<sup>136</sup> EISENHARDT, Kathleen M. *Agency theory: an assessment and review*. *Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, 1989. p.57-74. p. 59.

<sup>137</sup> Cf. JENSEN, M.C. e MECKLING, W.H. *Theory of firm: managerial behavior, agency costs and capital structure*. *Journal of Financial Economics*, 3, 11-25, 1976.



informação privada de uma das partes – tende a ser ineficiente na medida em que transações, que seriam desejadas em um mundo de informação imperfeita, não se realizam. Em resumo, o mecanismo de seleção adversa elimina do mercado os produtos de boa qualidade porque o vendedor não consegue convencer o comprador sobre a qualidade do produto. Da parte do vendedor, a transação só é interessante se o valor a ser recebido for maior ou igual ao valor do bem; valor esse dado em função da qualidade do bem, informação privada do vendedor. O comprador, por sua vez, não podendo avaliar a qualidade do bem, não pode simplesmente comparar valor e qualidade.<sup>138</sup>

No processo de negociação, é interessante notar que alguns comportamentos oportunistas são, então, alçados a um patamar superior aos limites que devem ser respeitados. Isso significa que; embora o Direito até tutele algum nível de imperfeição informacional para a venda de determinado produto, ou um mínimo de fraude, de inocente mentira; aquele que detém informações privilegiadas tem incentivos para não deixar que a transação flua livremente entre os centros de interesse.

Segundo Eisenhardt, trata-se de um problema decorrente da não verificação de todas as habilidades do agente.<sup>139</sup> Justifica-se que os agentes podem enaltecer ter certas habilidades quando são contratados as quais não são passíveis de exata verificação no momento da contratação ou no decorrer da execução das suas funções acordadas.

#### 4.3.2.3 O risco moral

É necessário que haja um grau de confiança entre as partes da contratação, que os deveres acordados resultem do nível de aceitabilidade dos seus comportamentos, de modo que eventual mudança de ação desejável ou não possa ser perfeitamente discriminada. No entanto, se a conduta não pode (ou não é) observada, as ações não podem ser evidenciadas, fazendo com que a convenção estabelecida fragilize-se no que se refere à direção de um modelo de comportamento desejado.

Nesse contexto, frente à emergência de comportamentos oportunistas ou

---

<sup>138</sup> SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Decio; DE AZEVEDO, Paulo Furquim. Economia dos contratos. *Direito e economia*. 2. Reimp. Org. Decio Zylbersztajn e Rachel Sztajn. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. 122.

<sup>139</sup> EISENHARDT, K. M. Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*. v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

imprevistos ao longo da execução contratual, a informação assimétrica derivada do risco moral (*moral hazard*) apresenta-se como aquela clandestinamente escondida à outra parte do contrato após o momento de sua elaboração. Em outras palavras, aplicada ao comportamento pós-contratual da parte que possui informação privilegiada e pode dela tirar proveito em prejuízo à sua contraparte, ocorre quando uma das partes da transação não consegue analisar o esforço empreendido pela outra no cumprimento do que entre elas ficara pactuado.<sup>140</sup>

Trata-se, na realidade, de um problema de “ação oculta”, originariamente discutida na relação entre seguradoras e segurados, quando, por exemplo, por estarem resguardados, os últimos tendem a reduzir seu grau de zelo e cuidado em relação ao interesse protegido. Ou, em relação a franqueadores e franqueados, quando os primeiros não têm condições de averiguar com perfeição se os padrões de qualidade do produto ou serviço oferecido estão de acordo com os desejados à associação da marca eventualmente em apreço.

Como sintetiza Otávio Yazbek, “os casos de risco moral, assim, não envolvem propriamente a insuficiência de informações quando da contratação, mas muito mais dificuldades de acompanhamento das ações do *agent* pelo *principal*.”<sup>141</sup> Ou, nas palavras de Mankiw, o que se destaca é a possibilidade de comportamento desonesto em situações em que o agente é monitorado de forma imperfeita pelo principal.<sup>142</sup>

Nesse caso, associado eventos de *hidden action*, como o agente mais informado pode beneficiar-se da hipossuficiência dos demais, em conseqüência, o principal precisa empreender maiores esforços no monitoramento das atividades do agente. Até porque, em outras palavras, a informação assimétrica é marcadamente mais relacionada a um comportamento oportunista de uma das partes da contratação.

#### **4.3.3 Os arranjos institucionais das novas modalidades de regulação de condutas e de regulação prudencial**

Diante do reconhecimento da vulnerabilidade do investidor face relações

---

<sup>140</sup> Cf. SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Decio; DE AZEVEDO, Paulo Furquim. *Op. cit.* p. 123.

<sup>141</sup> *Op. cit.* p. 41.

<sup>142</sup> MANKIWI, N. *Macroeconomia*. Rio de Janeiro, LTC, 1998.

hierárquicas com o agente, enaltecem-se alguns arranjos institucionais com vistas a restabelecer e preservar a confiança nas estruturas do mercado financeiro.

Como sustenta Ulrich Beck:

Não sabemos se vivemos em um mundo algo mais arriscado que aquele das gerações passadas. Não é a quantidade de risco, mas a qualidade do controle ou – para ser mais preciso – a sabida impossibilidade de controle das conseqüências das decisões civilizacionais que faz a diferença histórica. Por isso, eu uso o termo “incertezas fabricadas”. A expectativa institucionalizada de controle, mesmo as idéias-chave de “certeza” e “racionalidade” estão em colapso. Não são as mudanças climáticas, os desastres ecológicos, ameaças de terrorismo internacional, o mal da vaca louca etc. que criam a originalidade da sociedade de risco, mas a crescente percepção de que vivemos em um mundo interconectado que está se descontrolando.<sup>143</sup>

Os desafios a serem enfrentados em aldeias globais e altamente interconectadas como a do mercado financeiro não mais podem ser delimitados em meros espaços físicos ou temporais. Surgem novos tipos de riscos marcados por uma certa mistura de conhecimento e desconhecimento, incerteza e reflexividade, próprios da modernização e do progresso, os quais tendem a gerar uma sensação de insegurança estrutural.

Em sede específica, não se concebe aceitar argumentos individuais de que a responsabilidade pelos riscos produzidos não é do governo, dos empresários ou mesmo de especialistas técnicos. Embora todos tenham seus argumentos de modo irresponsavelmente organizado, as crises de confiança - que muitas vezes não podem ser enjauladas nos muros das fábricas e das empresas, ou nos gabinetes do governo - demandam uma noção de responsabilidade mais condizente com a percepção dos riscos que são cotidianamente produzidos na sociedade.

Dessa forma, tem a regulação um papel decisivo na readequação do equilíbrio das relações hierárquicas entre investidor e instituição financeira. A necessidade de segurança nas estruturas e acordos do mercado demanda uma atividade regulatória que, entre regras de limitação e incentivo a condutas ou determinações prudenciais às ações dos agentes econômicos, deve amoldar os anseios dos participantes do mercado financeiro.

Em termos práticos, temos, pois, que (i) a regulação de condutas e (ii) a

---

<sup>143</sup> INCERTEZAS fabricadas: Entrevista com o sociólogo alemão Ulrich Beck. Disponível em: <[http://amaivos.uol.com.br/amaivos09/noticia/noticia.asp?cod\\_Canal=41&cod\\_Noticia=7063](http://amaivos.uol.com.br/amaivos09/noticia/noticia.asp?cod_Canal=41&cod_Noticia=7063)>. Acesso em: 12 nov. 2011.

regulação prudencial são campos gerais da regulação financeira que cumprem importantes considerações nos regimes de equilíbrio do mercado.

Também chamada de transacional, em relação à regulação de condutas, serve ela para caracterizar o tipo de atividade regulatória destinada a normatizar a autorização ou vedação de determinadas práticas, bem como especificar as operações e estruturas do mercado.<sup>144</sup> Isso ainda em complementação a procedimentos de fiscalização e de punição, que também fazem parte do arquétipo de proteção ao próprio mercado e ao investidor.

Em outras palavras, de acordo com Kondgen, em referida modalidade são adotados, predominantemente, regimes prescritivos, que autorizam ou proíbem determinadas práticas ou procedimentos. São prescrições que vão desde a organização de atos negociais diversos à definição de mecanismos formais de representação e atuação no mercado financeiro, bem como à harmonização de procedimentos e modelos de transação.

O foco necessariamente também transita, portanto, pela questão da redução da vulnerabilidade do pequeno investidor. Naturalmente, estruturas protetivas aos consumidores de serviços financeiros passam então a igualmente fazerem parte do arcabouço regulatório, tanto para a “moralização” dos arranjos institucionais do mercado<sup>145</sup>, quanto para a garantia de padrões mínimos de equilíbrio na relação hierárquica.

Como sustenta Otávio Yazbek:

Os meios peculiares para a proteção ao consumidor no mercado financeiro e de capitais estão relacionados não apenas à tutela das posições individuais, mas também à necessidade de garantir a confiabilidade dos mercados, sua estabilidade e eficiência (o que lembra que mesmo a regulação de condutas não deixa de ter efeitos sistêmicos). Mais do que a qualidade do produto adquirido, não raro de difícil, senão impossível, reconhecimento *a priori*, cumpre garantir a legitimidade dos procedimentos adotados.

Os conflitos existentes na relação *principal-agent* devem ser mitigados não apenas considerando o nível ótimo de prestação dos serviços financeiros. A credibilidade no exercício das funções estabelecidas ao agente é que nomeadamente ganha importância na organização das práticas do mercado, de

---

<sup>144</sup> Cf. YAZBEK, Otávio. *Op. cit.* p. 223.

<sup>145</sup> Nesse caso, mecanismos de *soft law* avultam em importância, a exemplo de regras de valorização da ética, da moral, da correção e do zelo nas condutas adotadas.

modo a garantir ao investidor final mecanismos protetores contra eventuais desvios de conduta dos intermediários.

Em última instância, no campo brasileiro da regulação de condutas do mercado financeiro, tanto o CMN quanto o Bacen e a CVM exercem a tarefa de organizar esse aparato regulatório, cada uma na sua esfera de competência. O regime de proteção dos agentes econômicos vai desde a correspondente distribuição originária de competências à cada vez mais crescente especialização da CVM e de entidades auto-reguladoras na superação de problemas decorrentes da vulnerabilidade do investidor.

De todo modo, também se revela de especial apreço para a readequação das transações de mercado a regulação prudencial. A estabilidade do sistema demanda atividades de autorizações, fiscalizações e controles em geral que tendem a estabelecer limites e requisitos preventivos de administração de riscos e controles internos.

Segundo Freitas, a regulação prudencial:

Envolve dois aspectos centrais, um de prevenção e outro de proteção; a prevenção visa impedir a ocorrência de crise de confiança que contamine o sistema produtivo [...] Os instrumentos de proteção devem ressarcir os interesses lesados e fornecer uma salvaguarda ao sistema quando a prevenção falhar ou não for suficiente.<sup>146</sup>

Desde o estabelecimento do Acordo de Basiléia de 1988, responsável por um nível mínimo de harmonização das operações de instituições financeiras (especialmente bancárias), a regulação prudencial passou a nortear os principais procedimentos regulatórios internacionais. O seu aperfeiçoamento nos fins do século passado sugeriu linhas de mensuração e avaliação das negociações em relação ao risco, de transparência de informações e de compromisso dos agentes de mercado com a sua credibilidade.

O foco passa a ser a saúde do sistema do ponto de vista de uma gestão sadia das atividades financeiras da empresa com controle de riscos, a partir da adoção de instrumentos típicos de supervisão procedimental.

Em estreita síntese, se na regulação de condutas almeja-se as relações individuais concretas, na regulação prudencial o tratamento especial se dá em

---

<sup>146</sup> FREITAS, Maria Cristina Penido de. Racionalidade da regulamentação e supervisão bancária: uma interpretação heterodoxa. SOBREIRA, R. (org) et al. *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo: Atlas, 2005. p. 33.

respeito às estruturas empresariais em si.<sup>147</sup> A relação hierárquica entre pequeno investidor (principal) e agente tende a transitar, pois, entre o estabelecimento de normas direcionadas aos comportamentos dos sujeitos econômicos e a definição de medidas preventivas e de correção ao sistema.

O direito à proteção regulatória passa a ser, nesse caso, importante perspectiva de orientação e (re)organização das relações existentes no mercado, cujo enfoque, no entanto, tenha estreita ligação com direitos à segurança e à confiança nas transações estabelecidas. As bases de construção devem se colocar, antes, perante um arranjo institucional de normas e condutas que almejem na fundamentalidade dos direitos de proteção o devido aparato regulatório.

Importante ressaltar, ademais, que essa regulação pela proteção não está estritamente baseada no mero funcionamento paretiano do mercado, mas numa visão de liberdade positiva, enquanto autonomia, defensora da perspectiva do ser humano não como fim social <sup>148</sup>, o que concebe uma representatividade do consumidor em relação a outros centros de decisão no que se refere ao grau de informação, conhecimento e risco a ser tolerado.

---

<sup>147</sup> Cf. YAZBEK, Otávio. *Op. cit.*

<sup>148</sup> Cf. MACEDO JÚNIOR, Ronaldo Porto. *Op. cit.* p. 236.

## **5 A PROTEÇÃO SÓCIO-JURÍDICA DO INVESTIDOR-CONSUMIDOR DE FUNDOS DE INVESTIMENTO**

Para lidar com o mercado global, no âmbito do mercado financeiro os contratos se transformaram em instrumentos padronizados e ágeis, especialmente propensos às vantagens comparativas e a critérios de eficiência econômica. A contratação passou a prestar-se mais a uma progressão econômica, dinâmica e flexível do que a um momento jurídico-prescritivo e estático. Aqui reside, em outras palavras, a diferença entre contrato-atividade e contrato-ato, o primeiro numa visão mais atual e o segundo na visão clássica.

Especificamente do ponto de vista dos fundos de investimento, a sua própria gênese denota uma lógica contratual que, hierárquica, envolve uma relação de redes interdependentes de produção e distribuição de poder. A riqueza torna-se o instrumento máximo de pactuação, complementada por uma série de mecanismos estabelecidos de acordo com a necessidade do público investidor.

Em outras palavras, a pactuação do investimento consolidou-se num contexto institucional que, permeando desde a figura do administrador do fundo até o pequeno investidor, denuncia um intrincado esquema de segregação de funções em vistas de fornecer os melhores retornos financeiros ao público investidor. A idéia é a formalização de acordos que, a partir de patrimônios individuais distintos, ofereçam a capacidade de engendrar uma comunhão única de recursos ditados a uma mesma licença financeira.

Em consequência, a ordinária noção financeirizada da atual ordem econômica - firmada numa distribuição de riqueza e poder que respeita a concepção do mercado global e dinâmico apenas como facilitador de resultados distributivos, capaz de auto-ajustar os arranjos institucionais variados que se conformam em seu lócus – passa também a ter de ser complementada com a obediência a novas relações mercadológicas que, não apenas argumentam a liberdade dos agentes econômicos, mas igualmente se permitem a questionar espaços de defesa em relação a contextos de concreta fragibilidade. A preocupação tende a ser o estabelecimento de um mercado ágil, dinâmico, embora também equilibrado substantivamente, seguro e transparente.

Dessa forma, surge uma ordem mais protetiva do mercado,

especialmente inquietada com a vulnerabilidade de determinados centros de interesse como os pequenos investidores dos fundos de investimento. Considerados *principal* numa relação de franco desequilíbrio no mínimo técnico e econômico, eles tendem especialmente a ter os direitos de informar, de se informar e de ser informado mitigados diante do plano essencialmente financeirizado do mercado.

No caso específico, reconhece-se inclusive então sua posição de consumidor, nomeadamente como forma de perquirição de equilíbrio e justiça, ou, como medida de realização da isonomia e dignidade garantidas na Constituição Federal. Uma sustenta a outra, de modo que, como observa Luis Antonio Rizzatto Nunes, “a isonomia [...] servirá para gerar equilíbrio real, visando concretizar o direito à dignidade”.<sup>149</sup> Trata-se, em outros termos, da fixação de uma ordem de destituição da concepção “coisificada” do homem, ao ponto de principalmente provocar o entendimento de que os direitos fundamentais não devem ser encarados apenas como direitos de defesa contra interferências ilegítimas do Poder Público, mas tratados como princípios objetivos, legitimadores da idéia de que o Estado também se obriga a garanti-los contra agressões propiciadas por terceiros.

Por isso, como defende o Professor Edson Fachin, na formulação da teoria do patrimônio mínimo, o ordenamento jurídico deve sempre procurar garantir um mínimo de patrimônio (mínimo existencial) ao indivíduo como forma de garantir-lhe a sua dignidade, “um patrimônio mínimo indispensável a uma vida digna do qual, em hipótese alguma, pode ser desapossada, cuja proteção está acima dos interesses dos credores”.<sup>150</sup>

Direitos à proteção contratual, à simetria informacional, à transparência da relação e à proibição de práticas comerciais abusivas e enganosas, são, portanto, alçados a instrumentos reais de efetividade e eficácia da dignidade, da justiça e da solidariedade contratuais entre obrigações gerais e específicas de informação adequada ao investidor-consumidor dos fundos de investimento. Entrementes, qualquer distorção em relação a tal lógica, provocará, por conseguinte, situações de responsabilidade civil e do dever de indenizar pela instituição investidora.

O *enforcement* público ou privado das regras contratuais estabelecidas pelas partes deve ser então garantido de modo a promover a clara, escoreta e

---

<sup>149</sup> NUNES, Luis Antonio Rizzatto. *Curso de direito do consumidor*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

<sup>150</sup> FACHIN, Luiz Edson. *Estatuto jurídico do patrimônio mínimo*. 2. ed. atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2006. Nota de Informação.



transparente disponibilização de informações aos pequenos investidores de fundos de investimento, inclusive com respeito à internalização de algumas normas sociais de proteção e defesa aos mesmos. A necessidade é de um bom sistema jurídico e jurígeno, entre Estado, mercado financeiro e sociedade, à qualidade de um arranjo institucional de preservação de um ambiente de segurança ao investimento pactuado.

## 5.1 OS FUNDOS DE INVESTIMENTO ENTRE O RISCO DE INSTABILIDADE FINANCEIRA E A NECESSIDADE DE SANEAMENTO DO MERCADO

A economia capitalista contemporânea, especialmente vinculada ao ciclo financeiro de (re)produção da riqueza, passou a demandar um circuito de complexa interdependência de agentes e transações econômicas capaz de provocar determinados desequilíbrios nos patrimônios financeiros.

A internalização do fluxo de capitais, a volatilidade cambial e monetária, as constantes e cada vez mais intrincadas inovações financeiras, e a relativa falta de regulamentação do mercado financeiro soam como pressupostos de imprevisibilidades que refletem densamente na sua estabilidade. A idéia de um mercado eficiente, com preços que correspondem à escorreita carga de informação disponível para os agentes, não passa de uma conjectura sem aproximação com as finanças comportamentais, nomeadamente em vistas da absoluta impossibilidade (i) de inexistência de custos de transação, (ii) de informação disponível a custo zero a todos os participantes do mercado e (iii) de expectativa homogênea para os mesmos.<sup>151</sup>

Segundo Kimura, “Os investidores podem agir de maneira não racional, impactando consistentemente o comportamento do mercado.”<sup>152</sup> Dessa forma, ao contrário de uma racionalidade ilimitada, os agentes econômicos têm racionalidade limitada nas decisões financeiras, pressupondo que os mercados não emanam informações suficientes para a determinação de todos os eventos futuros.

---

<sup>151</sup> Cf. FAMA, Eugene Francis. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. In: *The Journal of Finance*. Cambridge, v. XXV, p.383-417, may 1970.

<sup>152</sup> KIMURA, Herbert. Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais. In: *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 2, n. 1, feriado/junho 2003. p. 03.

Como ressaltam Antônio Alves Júnior, Fernando Ferrari Filho e Luiz de Paula:

Em um mundo incerto, em que fundamentos não fornecem um guia confiável sobre o futuro, uma vez que a base informacional sobre o qual se apoiam as decisões humanas sobre acumulação de riqueza é incompleta, as avaliações futuras do mercado são sempre sujeitas a desapontamentos. Como a informação acerca do futuro é limitada, e a relação entre eventos e respostas depende das interpretações feitas pelos operadores de mercado, cada um operando de acordo com suas crenças a respeito do significado que a generalidade dos participantes do mercado atribuem ao evento em questão, os agentes avaliam os dados disponíveis de forma heterogênea e formulam hipóteses divergentes.<sup>153</sup>

Nesse sentido, uma vez que as expectativas são inseguras, é comum a aleatoriedade do grau de confiança com que os centros de interesse dos fundos de investimento fomentam suas decisões, principalmente em complementação às lacunas informacionais existentes nas bases de conformação das contratações do mercado, capazes de favorecer anomalias no sistema financeiro.

Os arranjos institucionais da nova ordem do mercado financeiro, inclusive fictício, demandam uma relação institucional marcadamente hierárquica, onde se sobreleva situações de desigualdade na distribuição de poder. Em conseqüência, a vulnerabilidade do investidor se mostra cada vez mais latente não só no que diz respeito à instituição fundo de investimento, mas também no que tange à própria lógica irracional do mercado, que, em resposta, solicita formas de saneamento de suas instabilidades.

Conclama-se, portanto, uma nova racionalidade contratual, de justiça substantiva e equilíbrio real nas transações pactuadas, almejando determinadas discriminações positivas como meio de (re)equilibrar o jogo mercadológico. O contrato de adesão, a situação institucional de *agent* e o papel estritamente financeirizado dos fundos de investimento demandam uma resposta que, como decorrência, deságuam numa conotação mais social do mercado. A título de exemplo, o investidor de referido lócus mercadológico passa a ser inclusive enquadrado como consumidor, não só pela condição vulnerável em que se encontra, mas também como meio de realização de justiça na nova ordem do mercado financeiro.

---

<sup>153</sup> ALVES JÚNIOR, Antônio José; FILHO, Fernando Ferrari; PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional: uma abordagem pós-keynesiana. *Economia Contemporânea*, v. 4, n. 1, p. 79-106, 2000. pp. 06-07.

### 5.1.1 A nova ordem do mercado financeiro e a distribuição de poder

O século passado trouxe a reboque variadas conseqüências decorrentes da organização e distribuição da riqueza e do poder. A contratação existente entre agentes superavitários e deficitários passou a desempenhar um importante papel na alocação financeira e de poder, desde na regulação da própria relação à estruturação institucional de redes interdependentes de produção e distribuição.

Dessa forma, as relações econômico-financeiras passaram a conceber o mercado não apenas como facilitador das situações de troca, mas também enquanto facilitador de resultados distributivos. Em vez de um acordo irrevogável, estático e intangível, tem-se hoje um instrumento tendente à dinamicidade da economia, à flexibilidade da estrutura negocial e a determinados fatores reais de poder.

Segundo Ronaldo Macedo Júnior:

Os mecanismos legais que atuam no mercado de trocas acabam de uma maneira ou de outra por impor um determinado resultado distributivo, o qual variará significativamente conforme o arranjo institucional e jurídico que moldar este mesmo mercado.<sup>154</sup>

Em consequência, ao contrário do que sustentam alguns pensadores liberais como Friedrich Hayek, uma vez que o mercado também pode ser aceito como uma ordem de poder e distribuição de riqueza, nele, o direito e a regulação podem igualmente penetrar e fomentar resultados distributivos, em passo contrário à mera consideração natural das escolhas voluntárias dos indivíduos.

Do ponto de vista do mercado financeiro, a nova ordem repousa na afirmação de um complexo interconectado e global de relações especialmente hierárquicas. Em sede específica, a insurgência de novos instrumentos de pactuação do risco e o estabelecimento de novos padrões de conduta frente à globalização dos mercados, também provocaram novos contornos na conformação dos centros de interesse.

A riqueza acumulada passou a ser transacionada de modo mesmo fictício, através de novos nichos de poder do próprio mercado financeiro. Por conseguinte, o arquétipo estrutural em correspondência evidenciou um locus não apenas propício às relações de produção e distribuição, mas também orientado a desenvolver novas

---

<sup>154</sup> *Op. cit.* pp. 48-49.

dimensões de legitimação da organização de interesses inclusive sociais.

Do ponto de vista da instrumentalização negocial, com uma natureza jurídica fortemente influenciada pela dinamização dos acordos, ou, pela nova *lex mercatoria*, percebe-se a formalização, pelo mercado, de esquemas contratuais provenientes de organismos privados; é como se o contrato estivesse em torno de uma *soft law*, adaptado a um direito mais flexível e moldado conforme as conjunturas da “unidade econômica dos mercados”. Ou, como destaca Maria Luzia Feitosa, “o rumo novo que parece estar a se delinear no momento presente das relações econômicas é o da ampliação das fontes contratuais”.

Nesse contexto, as relações estabelecidas em níveis hierárquicos de produção e distribuição de riqueza financeira denotaram a aproximação a sintomas de poder mormente influenciados por um movimento de pluralidade, dinamicidade e interligação transnacional dos mais variados sujeitos econômicos. Em outras palavras, uma nova conformação de forças entre *agent-principal* que passou a receber a influência de uma pulverização do saber transacional capaz de readequar a concepção de mercado apenas como espaço para escolhas voluntárias.

Dessa forma, o mercado financeiro deixou de ser um ambiente estritamente marcado pela determinação seletiva de determinados centros de poder. Especialmente com a financeirização da economia, ele institucionalizou outros arranjos hierárquicos a partir da aceitação de novos atores em seu campo econômico-financeiro.

Com isso, tem-se hoje um mercado financeiro que permeia desde a grande variedade de fontes negociais à mais ampla acessibilidade de sujeitos. A exemplo do que ocorre nos fundos de investimento, a distribuição de poder assumiu uma postura mais fortemente hierárquica, frente, inclusive, à mais nova legitimação de outros polos contratantes por vezes até vulneráveis em relação à própria dinamicidade mercadológica e suas respectivas instituições de poder.

### **5.1.2 A nova racionalidade jurídico-contratual entre a vulnerabilidade do pequeno investidor e o equilíbrio do mercado**

Tendo em vista a superação da ideia de uma ordem de mercado natural e

naturalizada<sup>155</sup> pela conseqüente conformação de estruturas institucionalizadas de produção e distribuição de riqueza e poder, as relações mercadológicas passaram a se deparar com novos arranjos jurídico-contratuais. Foram inseridas novas vertentes capazes de questionar não apenas a liberdade de escolha dos indivíduos, mas também a responsabilidade dos agentes econômicos nas suas respectivas transações.

As interpretações passaram a abranger novos temperamentos sociais e morais na conjuntura econômico-financeira do mercado, qualificado numa concepção mais “welfarista” de especial preocupação com a igualdade, reciprocidade e equilíbrio negocial. Entrementes, a necessidade de instrumentos de regulação e intervenção no mercado para “normalização” das suas falhas, favoreceu o estabelecimento de novos padrões de conduta nas relações econômicas. O produto final passou a ser abordagens tendentes a preservar o equilíbrio do mercado e a atuação racional das partes contratantes.

Segundo Ronaldo Macedo Júnior:

Contrariamente às concepções liberais em sentido amplo fundadas na análise das relações de custo e benefício ou ainda dos custos de transação, preocupadas fundamentalmente com a otimização dos mecanismos de geração de riquezas através de ordem de mercado, tais abordagens conferem maior importância às questões do poder, à justiça contratual substantiva, à influência dos valores de proteção e solidariedade e ao advento de uma nova racionalidade jurídica.<sup>156</sup>

Em consequência, a ideia reinante deixou de ser apenas focada no pensamento liberal clássico de justiça comutativa e igualdade apenas formal, denotando ações afirmativas de lealdade, igualdade substantiva e justiça distributiva. No mesmo sentido, as relações estabelecidas no mercado financeiro passaram a ter de comportar limitações à predominância de esquemas essencialmente “libertários” ou à harmonização da troca voluntária entre agentes individuais.

Como resposta a reconhecimento de algumas desigualdades caras à nova ordem do mercado (inclusive o financeiro), algumas formas de discriminações positivas são, então, levadas a lume, dando azo à criação de contornos de um direito especialmente marcado pela regulação das disparidades e da

---

<sup>155</sup> UNGER, Roberto Mangabeira. *The false necessity*. New York: Cambridge University, 1987. pp. 21-27.

<sup>156</sup> *Op. cit.* pp. 57-58.

contraprestação apenas formal, em prol de uma equivalência substantiva capaz de equilibrar a vulnerabilidade do sujeito *principal* da relação.

O intuito foi o de garantir regras e princípios norteados pela proteção da parte mais fraca, como uma forma de suplementação de espaços de lacuna nas transações do mercado financeiro, de acordo com uma lógica de conformação do equilíbrio como plataforma material para a reciprocidade contratual. A título exemplificativo, a noção de responsabilidade civil e de indenizar, a limitação de contratações abusivas e mesmo o surgimento de direitos especiais como o próprio direito do consumidor, acomodaram uma nova ideia de justiça enquanto igualdade substantiva.

A nova ideia de equilíbrio no mercado financeiro atingiu nomeadamente a concepção liberal de justiça baseada na ampla autonomia da vontade privada, atuando, conforme aponta François Ewald<sup>157</sup>, num nível de político de prática de acordos e num plano sociológico de administração da própria sociedade. Seria uma espécie de socialização do julgamento<sup>158</sup>, a par da consideração do excessivo como fenômeno anormal, reflexivo e socialmente patológico.

Em sede específica, o equilíbrio no mercado financeiro tende, então, a proporcionar uma distribuição e alocação mais equitativa dos proveitos e responsabilidades dos agentes econômicos. Almeja-se certa racionalidade jurídico-contratual de normalidade, equidade e solidariedade<sup>159</sup>, com vistas ao (re)estabelecimento de padrões de estabilidade normal das transações.

Enfim, assim como no caso dos fundos de investimento, a situação entre investidor institucional e pequeno investidor passa também a abranger, portanto, a consideração de uma lógica que permita a garantia de uma ordem de equilíbrio substantivo, a partir, inclusive, da respectiva qualificação de instrumentos especiais de proteção e defesa do polo mais vulnerável da relação.

### 5.1.3 A figura do investidor-consumidor dos fundos de investimento

O investidor do mercado financeiro atual, especialmente aquele que se

---

<sup>157</sup> EWALD, François. A concept of social law. In: *Dilemmas of law in the welfare state*. Berlin: European University Institute, 1985. p. 60-62.

<sup>158</sup> *Idem, ibidem*. p. 65.

<sup>159</sup> Cf. MACEDO JÚNIOR. *Op. cit.* p. 74-81.

apresenta na condição de *principal* perante o investidor institucional dos fundos de investimento, deve estar atento a uma variada gama de produtos e serviços financeiros e seus respectivos riscos. A informação a ele ofertada deve estar suficientemente satisfeita, com tempestividade, clareza em relação às suas generalidades e especificidades e transparência na disponibilização equânime a todos os demais agentes do mercado.

Nesse contexto, como adverte Tatiana da Rocha, “os fundos de investimento tiveram e têm que se adaptar às mudanças, não só advindas da legislação como também do mercado, inclusive de forma a atender melhor as demandas dos investidores.”<sup>160</sup> O sentido de atenção especial passa a repousar no pólo considerado como agente final da utilização dos serviços financeiros, não só em relação às inovações de mercado, como também no que tange a práticas efetivamente comprometidas com um atendimento mais digno ao investidor.

A figura do investidor demanda uma preocupação que igualmente perpassa por sua posição enquanto principal usuário da financeirização da economia, a qual, ilustrada sob o prisma dos fundos de investimento, enaltece uma ordem de relativa contradição entre dinamicidade e proteção contratual. A agilidade e a constante interdependência dos negócios demandaram padrões de negociação que fossem capazes de facilitar essa nova ordem global de riqueza, por vezes olvidando, porém, a necessidade de aparar as arestas transacionais com base na proteção da parte mais vulnerável da relação.

Dessa forma, como meio de compensação em relação à estrutura desequilibrada da balança negocial, propugnaram-se vozes de defesa à consideração do pequeno investidor como consumidor, para evitar e resolver conflitos relacionados às incertezas anormais de seus investimentos.<sup>161</sup> Exercita-se o debate a respeito da natureza do contrato firmado, de adesão - onde o investidor a ele apenas acorda - da sua incompleta educação, da ausência de transparência na divulgação das informações, das cláusulas abusivas por vezes existentes nas contratações etc.

Em termos legislativos, conforme expõe o CDC, em seu art. 2º, *caput*, “consumidor é toda pessoa física ou jurídica que adquire ou utiliza produto ou

---

<sup>160</sup> *Idem Ibidem*. p. 20.

<sup>161</sup> Nesse sentido: José Reinaldo de Lima Lopes, Cláudia Lima Marques, Antonio Carlos Efig, Siegrifier Kümpel, etc.

serviço como destinatário final”, o que, entretanto, faz insurgir duas correntes doutrinárias sobre tal conceito: a dos finalistas e a dos maximalistas. Enquanto a primeira entende que consumidor é apenas o agente não-profissional, restringindo seu conceito com ampliação do leque apenas em situações excepcionais de subordinação em relação ao fornecedor; a segunda teoria aborda o CDC como um novo regulamento do mercado de consumo nacional, defendendo que a concepção de consumidor vai depender da relação factual, podendo o agente assumir tal condição a depender do tipo de situação vulnerável em que se acorda com o fornecedor.

De todo modo, conforme expõe Cláudia Marques, “certamente, se destinatário final é retirar o bem de mercado (ato objetivo), mas e se o sujeito adquire o bem para utilizá-lo em sua profissão, adquire como profissional (elemento subjetivo), com fim de lucro, também deve ser considerado destinatário final.”<sup>162</sup> Assim, ainda que se utilize de determinado produto ou serviço com o intuito de provocar a valorização de sua riqueza, o investidor pode ser considerado como consumidor, importando apenas sua condição de parte vulnerável na relação estabelecida.

Ademais, como define o art. 3º, caput, do CDC, “fornecedor é toda pessoa física ou jurídica, pública ou privada, nacional ou estrangeira, bem como entes despersonalizados, que desenvolvem atividade de produção, montagem, criação, construção, transformação, importação, exportação, distribuição ou comercialização de produto ou prestação de serviços”, o qual deve ser complementado pelos conceitos de produto – “qualquer bem, móvel ou imóvel, material ou imaterial” – e de serviço – “qualquer atividade fornecida no mercado de consumo, mediante remuneração, inclusive as de natureza bancária, financeira, de crédito ou securitária, salvo as decorrentes das relações de caráter trabalhista”, respectivamente apresentados nos parágrafos 1º e 2º do artigo supracitado.

Logicamente, portanto, que em referidos conceitos restam insertos também instituições como os fundos de investimento, valores monetários e de capitais, bem como serviços de natureza financeira; o que, por conseguinte, tende a aceitar a tese de consumidor também o agente não-profissional que se utiliza dos serviços financeiros em situação de vulnerabilidade técnica, jurídica ou fática. Num

---

<sup>162</sup> MARQUES, Cláudia Lima. *Contratos no código de defesa do consumidor*. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999. p. 142.



primeiro caso, o adquirente pode não possuir conhecimentos específicos sobre as características do produto ou do serviço do fundo, ao passo que na segunda hipótese há falta de conhecimentos científicos jurídicos ou econômicos específicos mínimos, e, em última instância, pode ocorrer uma debilidade socioeconômica em face de uma posição de superioridade do fornecedor em relação a todos os que com ele negociam.

Conforme salienta Fernando Ruy:

O Código de Defesa do Consumidor, ao estabelecer o âmbito do seu império, subordinou expressamente a atividade de natureza bancária, financeira e de crédito, contando ainda que o lucro financeiro e a pessoa jurídica em reconhecido estado de vulnerabilidade não descaracterizam a qualidade de destinatário final, não retirando a possibilidade de existência de relação de consumo entre o fornecedor do serviço financeiro e o investidor-consumidor.<sup>163</sup>

Procurando reequilibrar o mercado, coibir abusos e prevenir atitudes fraudulentas, o CDC procurou compensar a vulnerabilidade do consumidor, editando normas protetivas, salvaguardando direitos para a eficaz e saudável edificação de um sistema de proteção do consumidor e aplicando-se nos liames entre este e fornecedor, seja em contratos bancários, financeiros, de seguro, de serviços em geral, de depósitos, de administração de imóveis etc.

Especificamente, embora os investidores dos fundos de investimento certamente sujeitam-se a riscos, dada a natureza aleatória da contratação; contudo, isso não impede que conheçam ostensivamente os vieses do negócio, pois, conforme sustenta em Beck, quanto menos são reconhecidos publicamente, mais os riscos são produzidos, já que a negligência da informação do risco facilita o crescimento e a difusão dos riscos.<sup>164</sup> A instituição administradora dos fundos de investimento se compromete a realizar o investimento com base na legislação e no regulamento do fundo, a gerenciar o patrimônio com astúcia e segurança, buscando a melhor rentabilidade possível ao investidor-cotista; de modo que, qualquer prestação de serviço que denote práticas contrárias ao papel acima descrito pode suceder a aplicação das normas do CDC como elo de proteção e defesa do investidor-consumidor.

Em outros termos, como pano de fundo dessa construção protetiva,

---

<sup>163</sup> RUY, Fernando Estevam Bravim. *Op. cit.* p. 44.

<sup>164</sup> BECK, Ulrick. *Op. cit.* p 220.

percebe-se que a autonomia da vontade, “que de início se pensou absoluta e irrestrita, na verdade mostrou-se relativa, diante da constatação de que a liberdade contratual é relativa por sua própria natureza e encontra limites nas normas de ordem pública e nos bons costumes”<sup>165</sup>. Por conseguinte, o Estado fez as vezes do outrora poder individual, relativizando, sob o manto do dirigismo contratual, a liberdade de contratar e contratual, embora tendendo a uma maior tutela da parte economicamente mais fragilizada.

Restou à regulação econômico-social, portanto, o preenchimento da lacuna, com inestimável ajuda dos princípios atinentes às relações consumeristas. A preocupação com uma ordem mais equilibrada e justa substantivamente levou a considerar em determinadas situações o investidor também como um consumidor, como em casos do fundo de investimento enquanto *agent* numa relação de fragilidade do investidor.

## 5.2 ASPECTOS NORMATIVOS DE PROTEÇÃO JURÍDICA DO INVESTIDOR-CONSUMIDOR DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Ao se compreender uma nova ordem de mercado que não se esgota numa única relação de interdependência entre investidor e fundo de investimento, bem como considerando uma hodierna conformação contratual que também deve respeitar o equilíbrio e a lealdade enquanto plataformas materiais de realização da justiça, o sujeito *principal* da relação hierárquica com o fundo de investimento também merece a proteção do Código de Defesa do Consumidor.

Diante dos avanços da tecnologia, da comunicação e dos meios de transporte, os postulados do formalismo positivista e do monismo jurídico restaram-se ultrapassados e incapazes, no mínimo, de fornecer as devidas respostas às profundas transformações socioeconômicas sentidas no contexto contemporâneo das relações jurídicas. A falsa visão de igualdade existente entre as partes, de liberdade formal e de completude do sistema mostraram-se latentes, desconectadas da realidade a tal ponto de se enxergar na descodificação do Direito e no vigor de subsistemas jurídicos a saída para uma legislação mais concreta, real e socialmente preocupada.

---

<sup>165</sup> ALMEIDA, João Batista de. Da proteção contratual. *A proteção jurídica do consumidor*. 6. Ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 141.

*In casu*, a standardização e massificação contratual propiciada pela era tecnológica acarretaram amplos prejuízos à coletividade de consumidores, efetivando o nascimento de um microsistema preocupado tanto com o dano patrimonial quanto extrapatrimonial. Por conseguinte, a valoração da pessoa humana propiciou o reconhecimento da existência e respectiva necessidade de tutela da segurança física, da saúde e da vida do consumidor, consagrando as garantias de utilidade econômica e da segurança do produto e do serviço, inclusive transindividualmente.

Além disso, a negociação no mercado financeiro, dinâmica e maleável, reconhecidamente passou a necessitar de alguns temperamentos e concordância aos direitos fundamentais, tornando as contratações que daí emergem materialmente vinculadas também à Constituição, como mais uma das facetas do fenômeno da constitucionalização do direito privado. Até porque, mais que instrumento de circulação de riquezas da sociedade, como defende Cláudia Marques, o contrato deve representar também, mecanismo de proteção desses direitos fundamentais <sup>166</sup>, capaz de efetivar a dignidade, solidariedade e justiça real na negociação.

Em sede específica, a informação disponibilizada deve refletir o comportamento normal do mercado, ser transparente em relação aos seus riscos e possíveis imprevisibilidades, compreendendo critérios gerais e específicos em relação ao investimento. Almeja-se em termos latos a proteção contratual, para delimitadamente se garantir simetria informacional, transparência na relação e proibição de práticas abusivas e enganosas, de modo que qualquer distorção nesse sentido provocará, todavia, responsabilidade civil e dever de indenizar por parte do administrador do fundo de investimento.

Conforme esclarece o *caput* do art. 4º do Código de Defesa do Consumidor:

A Política Nacional das Relações de Consumo tem por objetivo o atendimento das necessidades dos consumidores, o respeito a sua dignidade, saúde e segurança, a proteção de seus direitos econômicos, a melhoria da sua qualidade de vida, bem como a transparência e harmonia das relações de consumo [...]

Por sua vez, como princípios específicos, deve-se reconhecer a vulnerabilidade do consumidor, observar a boa-fé objetiva e equilíbrio nas relações

---

<sup>166</sup> *Op. cit.*

entre consumidores e fornecedores, bem como garantir a educação e informação de fornecedores e consumidores quanto aos direitos e deveres, nomeadamente para a melhoria do mercado de consumo.<sup>167</sup> Isso inclusive pela presença do Estado na regulação do referido mercado.

### **5.2.1 A proteção em sede constitucional: tutela (trans)individual e satisfação da eficácia horizontal dos direitos fundamentais**

Não se pode conceber um sistema eminentemente privatístico, sob uma natureza filosófica liberal, e outro essencialmente publicista. A consideração de que ambos fazem parte de uma mesma abóboda normativa é que deve prevalecer, reconhecendo que ambos se interligam e recebem reflexiva influência.

Segundo Böckenförde, ao extrapolarem aquela relação cidadão-Estado, os direitos fundamentais adquirem uma dimensão até então ignorada – a de norma objetiva -, de validade universal, de conteúdo indeterminado e aberto, e que não pertence nem ao direito público nem ao direito privado, mas compõe o domo de todo o ordenamento jurídico enquanto direito constitucional de cúpula<sup>168</sup>. Apresentam-se tanto como direitos subjetivos (do particular) quanto objetivos (da comunidade), de modo que no primeiro caso sua relevância situa-se em atenção aos interesses individuais, pessoais do sujeito, ao passo que no segundo aparato recai sobre sua importância social, formando a base um ordenamento jurídico de Estado Democrático de Direito.

Conforme pondera o professor Ingo Sarlet, mais que investidas subjetivas do indivíduo contra os atos do poder público, os direitos fundamentais constituem decisões valorativas de natureza jurídico-objetiva da Constituição, com eficácia ramificada a toda Constituição.<sup>169</sup>

Em sede específica, embora a evolução financeira da economia tenha provocado novos modos de pactuar e compreender a dimensão valorativa das normas que compõem o ordenamento “privado” – nomeadamente marcado por uma flexibilidade negocial liberal -, a Constituição Federal passou também a irradiar uma

<sup>167</sup> Cf. Art. 4º, I, II, III, IV, do CDC.

<sup>168</sup> Apud BONAVIDES, Paulo. *Curso de direito constitucional*. 22. ed. São Paulo: Malheiros, 2008. p. 598.

<sup>169</sup> SARLET, Ingo Wolfgang. *A eficácia dos direitos fundamentais*. 6 ed., Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2006.

nova ordem teleologicamente direcionada para o bem-estar da sociedade. A contratação no mercado financeiro, entendida sob uma complexidade obscura aos olhos dos consumidores, teve igualmente de passar a respeitar os direitos fundamentais, de modo a se evitar exageros e a banir cláusulas abusivas, falta de transparência ou *disclosure* nas negociações e assimetrias de informações despejadas ao pólo vulnerável.

Como defende Paulo Bonavides, “Quanto mais desfalcada de bens ou mais débil a ordem econômica de um país constitucional, mais vulnerável e frágil nele a proteção efetiva dos direitos fundamentais; em outros termos, mais programaticidade e menos juridicidade ostentam.”<sup>170</sup>

Em conseqüência, incorporando determinados valores que naturalizam sua fundamentalidade, os direitos fundamentais acabam por merecerem ser permanentemente concretizados, abarcando inclusive as relações entre particulares, e não apenas aquelas travadas entre estes e o poder público. A pactuação essencialmente privatística do mercado financeiro dos fundos de investimento, dinâmica e maleável, reconhecidamente necessita de alguns temperamentos e concordância aos direitos fundamentais, tornando as contratações que daí emergem materialmente vinculadas também à Constituição, como mais uma das facetas do fenômeno da constitucionalização do direito privado.

Posto isso, analisam-se cinco principais teorias que pretendem explicar a possível aplicação dos direitos fundamentais, especificadamente os individuais e coletivos, no contexto da contratação financeira, quais sejam: (i) a teoria da não aplicação; (ii) a teoria do *state action*; (iii) a teoria da eficácia mediata ou indireta; (iv) a teoria da eficácia imediata ou direta; (v) e a teoria dos deveres de proteção.

As duas primeiras teses não admitem a aplicação dos direitos fundamentais aos casos entre particulares. De acordo com a da não aplicação dos direitos fundamentais, a qual segue a tradicional e liberal concepção dos direitos fundamentais contra o poder público, caso se admitisse a vinculação dos direitos fundamentais às relações privadas, isto acabaria por reforçar uma insegurança nas normas magnas. Já a teoria do *state action*, desenvolvida no seio norte-americano, usando de um artifício para “considerar a incidência” dos direitos fundamentais às relações privadas, entende que em alguns casos de particulares as conseqüentes

---

<sup>170</sup> *Op. cit.* p. 659.

ações podem ser consideradas insertas no manto estatal, merecendo o respectivo respaldo da fundamentalidade. Noutro contexto, a teoria da eficácia mediata ou indireta e a teoria da eficácia imediata ou indireta admitem que os direitos fundamentais podem ser refletidos nas situações jurídico-privadas. A primeira, considerando as cláusulas gerais do direito civil como pontos de entrada, ressalta que os direitos fundamentais apresentam-se como princípios de ordem hermenêutico-valorativa que, no caso de relações privadas, devem ser adequados aos postulados privatísticos. A segunda, por sua vez, desconsiderando a necessidade de se valer dos conceitos indeterminados do direito privado, defende a aplicação, sem ressalvas ou intermediações, dos direitos fundamentais às relações entre particulares.

De todo modo, o que deve ficar patente é que a força irradiante dos direitos fundamentais fornece a estes força o bastante para extrapolar os limites orgânicos do Estado. É a chamada eficácia horizontal, externa ou de terceiro dos direitos fundamentais, também preferida por alguns como vinculação, incidência ou aplicabilidade dos direitos fundamentais às relações entre indivíduo-indivíduo.

Aliás, como ressalta o próprio artigo 5º, §1º da Constituição Federal de 1988, as normas definidoras de direitos e garantias fundamentais têm aplicação imediata, abrangendo a maior efetividade possível a eles e a aplicabilidade direta dos mesmos nas relações entre particulares. É o caso, então, de uma interpretação adequada aos direitos fundamentais. Até porque a tipicidade constitucional dos direitos fundamentais, como subentendido alhures, é aberta, de modo que o que vale é a fundamentalidade do eventual direito.

No que tange à dimensão objetiva dos direitos fundamentais, como sintetiza Rogério Gonçalves, no caso está se revestindo de um caráter prestacional, eis que ao Estado não basta não desrespeitar os direitos inerentes ao seu elemento subjetivo (povo), mas ele deve se aplicar na missão de evitar que quaisquer outros indivíduos (mesmo alheios aos muros do próprio Estado) o façam.<sup>171</sup>

Dessa forma, do ponto de vista hermenêutico hodierno, os direitos fundamentais têm, pois, papéis de índole especialmente institucional e valorativa. Além da liberdade comunicar aos direitos fundamentais concretude existencial,

---

<sup>171</sup> GONÇALVES, Rogério Magnus Varela. Os direitos fundamentais e sua validade no âmbito das relações privadas. *Prima@Facies*. 2006. Disponível em: <<http://www.ccej.ufpb.br/primafacie/prima/artigos/n5/direitos.pdf>>. Acesso em: 06 ago. 2009. p. 76.

conteúdo, efetividade, segurança, proteção limitação e fim, ou seja, mais objetividade; com a ordem valorativa, sentenciam-se que os direitos fundamentais, em rigor, não se interpretam, mas concretizam-se, tendo função protetora, caráter unitário e unificador, efetividade, com grande força de irradiação.

Conforme realça Wilson Steinmetz, a vinculação dos direitos fundamentais aos particulares, nos dias hodiernos da sociedade capitalista, representa, inclusive, a própria preservação e mais correta promoção dos respectivos direitos.<sup>172</sup> Entrementes, a educação e divulgação sobre o consumo adequado de produtos e serviços, a informação clara e suficiente, a proteção contra a publicidade enganosa e abusiva, bem como a efetiva prevenção e reparação de danos patrimoniais e morais são apenas alguns exemplos de direitos carregados de fundamentalidade no contexto do investidor-consumidor.

### **5.2.2 Os postulados da dignidade, da solidariedade e da justiça contratuais entre informações obrigatórias gerais e específicas**

Fundados numa autonomia privada condicionada a uma ordem democrática e valorativa de livre iniciativa, princípios como os da dignidade contratual, da solidariedade contratual e da justiça contratual merecem ganhar especial realce. Isso porque a antiga lógica essencialmente liberal mostrou-se fracassada em detrimento do reconhecimento de outras fontes de apoio socioeconômico e moral na contratação.

A proteção da confiança, aliás, deixou de estar apenas relacionada à promessa do que fora pactuado, passando a obedecer a um conceito de razoabilidade não apenas intrínseco ao prometido. Como sintetiza Atiyah:

A confiança desenvolveu-se como uma fonte de responsabilidade no direito dos seguros, no direito de representação legal, em casos de responsabilidade pelo produto, em casos comuns de negligência e, é claro, para perda causada por confiança justificável na linguagem ou conduta que não pode de modo algum ser vista como promissória (“estoppel”) e pela perda do direito em razão da promessa feita que levou a outra parte a praticar um ato (“promissory estoppel”).<sup>173</sup>

<sup>172</sup> STEINMETZ, Wilson. *A vinculação dos particulares a direitos fundamentais*. São Paulo: Malheiros, 2004.

<sup>173</sup> ATIYAH, P.S. *Essays on contract*. Oxford: Clarendon Paperbacks, 1986. pp. 87-88.

Dessa forma, a autonomia da vontade privada passou a manter uma crescente dependência com a proteção e defesa das expectativas geradas pelos pólos contratantes. É como se a confiança depositada nas negociações com os fundos de investimento tratasse de ser um passo para o reconhecimento de uma liberdade contratual e de contratar especialmente capaz de permitir um acordo mais digno, solidariamente responsável e justo.

No primeiro caso, embora a Constituição considere como um dos princípios fundantes da economia a livre iniciativa, ela mesma aponta como um dos fundamentos da República a dignidade da pessoa humana, colocando o homem existencial (não o econômico) como o bem passível de proteção. Significa dizer que não se pode conceber uma relação que explore apenas o cunho financeirizado da contratação com os fundos de investimento, mas também o caráter moral do serviço prestado ao investidor-consumidor. Até porque, como afirma Eroulths Cortiano Junior, “todo e qualquer instituto jurídico só tem razão de ser a partir do momento em que exista (e seja considerado) em função do homem. O próprio direito encontra sua razão de existir na noção de pessoa humana que é anterior à ordem jurídica.”<sup>174</sup>

Além disso, desdobrado na boa-fé objetiva e na função social do contrato, há de se respeitar as relações obrigacionais e suas implicações inclusive para terceiros. Isso porque, conforme aponta Gustavo Tepedino, ilustra-se uma nova ordem de solidariedade que compreende aos contratantes - ao lado dos próprios interesses individuais perseguidos pelo regulamento contratual – “o dever de atender a interesses extracontratuais socialmente relevantes, dignos de tutela jurídica, que se relacionam com o contrato ou são por ele atingidos.”<sup>175</sup> Almejam-se novas arestas íntimas à observância da boa-fé objetiva, da igualdade material e da equidade na relação hierarquizada dos fundos de investimento, eis que a sociedade não há de ser apenas o *locus* da concorrência entre indivíduos isolados, mas sim um espaço cooperação e colaboração entre pessoas livres e iguais, que se reconheçam como tais.<sup>176</sup>

Por último, a respeito da justiça contratual e sua compreensão como uma

---

<sup>174</sup> CORTIANO JÚNIOR, Eroulths. Alguns apontamentos sobre os chamados direitos da personalidade. In FACHIN, Luiz Edson (coord.). *Repensando Fundamentos do Direito Civil Brasileiro Contemporâneo*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p.31-56. p. 41.

<sup>175</sup> TEPEDINO, Gustavo. Crise de fontes normativas e técnica legislativa na parte geral do Código Civil de 2002. In TEPEDINO, Gustavo (org.). *A parte geral do novo Código Civil: estudos na perspectiva civil-constitucional*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. XV – XXXIII. p.XXXII.

<sup>176</sup> Cf. SARMENTO, Daniel. *Direitos fundamentais e relações privadas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2004. p. 338.



faceta do equilíbrio econômico, há também de se garantir um vínculo contratual justo, proporcional e eqüitativo. Pois, conforme a construção histórica traçada por Carmem Ramos, enraizado no racionalismo-individualista, o sistema jurídico liberal induz à lógica, à generalidade e à abstração, determinando, por vasto período, a prisão do jurista à busca do sentido do direito exclusivamente no texto legal, afastada a preocupação com realizar justiça e com a realidade.<sup>177</sup> Entrementes, a partir do advento de normas como o CDC, o contrato passa a ter o seu equilíbrio, conteúdo ou eqüidade mais controlados, de modo a provocar a preponderância da vontade da lei sobre a das partes, para nomeadamente impor uma boa-fé objetivamente preocupada com as relações do mercado e seu respectivo equilíbrio contratual.

Especificamente do ponto de vista da relação financeira hierárquica que existe no mercado atual, como esclarece Fernando Ruy, “é, portanto, na informação que efetivamente o investidor se coloca em condição de vulnerabilidade pela lógica do elevado custo que envolve manter-se em um sistema atualizado e confiável.”<sup>178</sup> A perseguição de uma lógica igualmente preocupada com a dignidade, solidariedade e justiça contratuais deságua na compreensão de que o acordo estabelecido entre investidor-consumidor e fundos de investimento estabelece um contexto informacional que sintetiza um fenômeno de (des)confiança e (in)segurança no mercado financeiro.

Considerando as bases racionais para a proteção do consumidor, Thierry Bourgoignie coloca a informação, ao lado da concorrência, como medida eficaz para satisfazer, sob o enfoque econômico, a participação atuante e essencial dos consumidores para fazer o mercado realmente funcionar.<sup>179</sup> Representa ela um aspecto de efetiva proteção ao consumidor de serviços financeiros como o dos fundos de investimento.

Em sede estrita, Jean Calais-Auloy e Frank Steinmetz esclarecem que há informação obrigatória geral e informação obrigatória especial em relação ao

---

<sup>177</sup> RAMOS, Carmem Lucia Silveira. A constitucionalização do direito privado e a sociedade sem fronteiras. In FACHIN, Luiz Edson (coord.). *Repensando os fundamentos do direito civil contemporâneo*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 03- 29. p. 12.

<sup>178</sup> Cf. RUY, Fernando Estevam Bravim. *Op. cit.* p. 87.

<sup>179</sup> BOURGOIGNIE, Thierry. A política de proteção de consumidor: desafios à frente. Tradução do Grupo de Pesquisa CNPq Mercosul e Direito do Consumidor. *Revista de direito do consumidor*. n. 41. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002, pp. 31-32.

consumidor.<sup>180</sup> As obrigações gerais de informação formam-se ainda na fase pré-contratual e firmam-se por meio de certas obrigações distintas da fase contratual. Informar, no sentido de dar a notícia, instruir, avisar, participar determinado conteúdo, representa o mínimo na relação do investidor com o intermediário ou o administrador de fundos de investimento, que de qualquer forma prestam seus serviços no mercado de capitais.<sup>181</sup>

Ademais, o agente financeiro, quando diante do investidor, deve ampliar o campo de seu compromisso de informação adequada, para uma informação específica tanto nos serviços quanto no próprio investimento. Portanto, os dados indispensáveis ou simplesmente úteis ao conhecimento do consumidor acerca do serviço que ele está prestando devem ser informados com exatidão.

Têm, nesse sentido, os administradores de fundos de investimento o dever de estabelecer critérios informativos que são específicos não só dos vários investimentos que estão sendo objeto de compra e de venda, mas também dos existentes no mercado como um todo. Além disso, a informação deve ser prestada independentemente do interesse do investidor em requerê-la, seja ela nas searas pré-contratual, contratual ou pós-contratual; incluídas, ainda, as possibilidades de sucesso e fracasso do investimento dispensado.

A informação prestada deve revelar os custos intrínsecos ao investimento, advertir de eventuais custos ocultos e esclarecer os riscos envolvidos no processo de negociação, de modo que a falta ou imperfeição da informação tende a provocar, como conseqüência, a responsabilidade do agente financeiro e seu respectivo dever de indenizar. Em outras linhas, como esclarecem Arruda Alvim e outros, cada investidor-consumidor tem o direito protetivo da relação de consumo de receber informação sobre os serviços que estão sendo prestados, seus limites e custos, conforme o princípio da veracidade.<sup>182</sup>

---

<sup>180</sup> CALAIS-AULOY, Jean; STEINMETZ, Frank. *Droit de la consommation*. Paris: Dalloz, 2003.

<sup>181</sup> Cf. RUY, Fernando Estevam Bravim. *Op. cit.*

<sup>182</sup> ALVIM, Arruda *et al.* *Código do Consumidor comentado e legislação correlata*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1991. p. 28.

### **5.2.3 A proteção em sede microssistemática: direitos à proteção contratual, à simetria informacional, à transparência da relação e à proibição de práticas comerciais abusivas e enganosas**

O grande elemento da definição do contrato é o acordo, responsável pela ênfase de que ele só poderá existir caso duas ou mais pessoas entrem num consenso sobre um determinado objetivo. O contrato tem, então, como fundamento ético a vontade humana. Não há contrato sem vontade, sendo ela a gênese do próprio acordo.

Em outras palavras, o contrato é essencialmente um acordo vinculativo de vontades opostas, mas harmonizáveis entre si, de modo que seu elemento capital é o mútuo consenso. Conforme esclarece Francesco Messineo:

As declarações de vontade, sendo decorrência da proposta seguida da aceitação - que são complementares, no sentido de que se correspondem-, constituem um quê de coerente e de intrinsecamente ordenado na sua organicidade e nas suas cláusulas. Assim, as declarações de vontade, longe de serem idênticas e, portanto, permanecendo cada qual com seus interesses, levam a um resultado que é desejado pelas partes, de tal modo que um dos contratantes assume o papel de credor (ou adquirente) e a outra de devedor (ou alienante), ou de credor e devedor, ao mesmo tempo, como no caso dos contratos bilaterais.<sup>183</sup>

Dessa forma, o acordo se dá quando ambos os centros de interesse - constituídos de efeito exclusivo e particularizado em relação aos seus anseios - querem alcançar o chamado efeito complexo (resultado) do contrato, formando uma relação reflexiva entre partes que tencionam dar ou fazer/não fazer e partes que desejam que tal fato se dê, que seja feito ou não feito.

A contratação existente tende a empreender, pois, uma relação de contraposições que corroboram ações hierárquicas que se fundamentam no acordo estabelecido. O elo comunicativo entre fundos de investimento e pequeno investidor corporifica-se num contexto de confiança enaltecido a par de toda a carga de informação dispensada e das declarações de vontade contrapostas expostas como elemento de harmonização da contratação.

Em conseqüência, como fonte de proteção contratual ao *agent* da negociação com os fundos de investimentos, almeja-se um equilíbrio negocial que

---

<sup>183</sup> MESSINEO, Francesco. *Op. Cit.* p. 378.

corresponda à simetria informacional, à transparência da relação e à proibição de práticas comerciais abusivas e enganosas. Os predicados devem resultar numa ótica mercadológica que também se preocupe com a consideração vulnerável do pequeno investidor, evidenciando uma posição de reconhecimento de sua posição enquanto consumidor dos serviços financeiros dispensados por toda a estrutura formulada nos fundos de investimentos.

Embora muita resistência se tenha construído acerca da aplicação do Código de Defesa do Consumidor às atividades de índole financeira, como ratifica a Súmula 297 do Superior Tribunal de Justiça (STJ), “o Código de Defesa do Consumidor é aplicável às instituições financeiras”, definindo uma concepção mais equitativa de justiça conforme a adequação ou não da atitude individual em relação aos limites sociais que a envolvem.

Aliás, segundo sintetiza Ross Cranston:

As atividades bancárias típicas - recebimento de depósitos e concessão de empréstimos - obviamente envolvem o fornecimento de um serviço. O cumprimento de um pagamento a ordem do consumidor é também um serviço. Igualmente, o são os aconselhamentos financeiros, a atividade securitária, o gerenciamento de fundos de investimentos e assim por diante.<sup>184</sup>

Nesse sentido, não há mais maiores motivos que reclamem outras discussões sobre a possível inaplicabilidade do CDC em relação aos serviços financeiros. A proposta de referido estatuto protetivo explica-se na defesa de quaisquer centros de interesse que estejam na condição de vulnerabilidade perante sujeitos econômicos como os fundos de investimentos, que, a título de exemplo, não correspondam com o dever de informar adequadamente sobre as condições gerais e específicas da negociação.

Como defende Rodrigo da Silva, “O Código de Defesa do Consumidor prima pelos princípios da transparência e boa-fé nas relações de consumo, os quais devem ser aplicados na proteção do investidor-consumidor que utiliza os serviços de tais instituições”.<sup>185</sup>

A contratação de massa, especialmente sentida em contratos de adesão como aqueles estabelecidos entre os fundos de investimento e os pequenos

---

<sup>184</sup> CRANSTON, Ross. *Principles of banking law*. Oxford: Clarendon Press, 1997. p. 164.

<sup>185</sup> SILVA, Rodrigo Alves da. Os fundos de investimento financeiro à luz do código de defesa do consumidor. *Revista de Direito Privado*, Ano 4. jan.-março de 2003. pp. 187-249. p.188.

investidores, enaltece a formação de instrumentos de negociação cada vez mais despreocupados com as particularidades de cada acordo. A impossibilidade de discussão do conteúdo do contrato denota uma lógica negocial especialmente desvinculada da vontade real dos pólos contratantes e da exposição clara de toda a carga informacional exigida.

Decorrente de um contrato bilateral, oneroso, inominado e atípico, advindo do regulamento ou convenção do fundo de investimento, o acordo estabelecido entre este e o investidor-consumidor representa uma convenção-padrão, previamente elaborada, como plataforma, de caráter também institucional. Nele, todos os riscos do capital investido devem ser esclarecidos, a administração realizada com perícia e em busca da rentabilidade almejada pelo investidor e exposta no regulamento, caso contrário debilitar-se-á a relação entre fundo de investimento e investidor.

Nesse último caso, explicita-se, então, o debate acerca de uma proteção contratual que provoque o devido equilíbrio na relação hierárquica estabelecida, de modo a fomentar o equilíbrio do próprio mercado financeiro. A apreciação atinge uma ordem pública de proteção, nomeadamente condicionada a valores substancialmente consagrados na preocupação com a dignidade da pessoa humana.

Segundo Fernando Ruy, “A proteção contratual ao consumidor-investidor deve levar em consideração a positividade dentro do sistema, que atende a um fim comum, reconhecendo-se a presença da sociedade atual globalizada e da realidade da contratação por adesão.”<sup>186</sup> Os princípios expostos pelo CDC devem ser interpretados e sopesados com base na garantia de um justo balanceamento da contratação, especialmente vinculado à proteção da figura do investidor-consumidor enquanto parte vulnerável da contratação.

Em estreita síntese, a informação disponibilizada deve refletir uma carga simétrica de exposição, capaz de evitar clandestinidades ou incompletudes no processo contratual. A forma como se distribui a informação deve ser universalmente bem efetivada, sem implicações individualistas que particularizem privilegiadamente algum setor do mercado ou investidor específico.

Interessante notar que a informação expedida contratualmente pelo fundo

---

<sup>186</sup> *Op. cit.* p. 82.

de investimento deve comportar, inclusive, as especificidades do mercado e das empresas sobre as quais se fundamenta a sua carteira. Deve revelar as cláusulas contratuais de modo claro e adequado, tempestiva e oportunamente condensado à relevância dos serviços ofertados, com, segundo o art. 6º, III, do CDC, especificação correta da quantidade, características, composição, qualidade e preço, bem como sobre os riscos que apresentem.

Aliás, sobre o último ponto supracitado, também devem os fundos de investimento expor a correta noção sobre os riscos do capital investido, nomeadamente em relação aos possíveis prejuízos que o investidor-consumidor pode arcar na contratação. Trabalha-se aqui com a incerteza, demandando, entretanto, um nível ou parâmetro mínimo de confiabilidade sobre o qual opera o investimento. De todo modo, se o administrador do fundo de investimento garante, ainda assim, apenas lucratividade no negócio, deve ele assim se comprometer por isso, à guisa, inclusive, de eventual responsabilidade em caso de não ocorrência da situação esperada.

A correta noção do investimento realizado deve ser constantemente evidenciada, não bastando apenas as informações obtidas nas ordens pré-contratual e de realização do contrato.

Como esclarece Fernando Ruy:

O equívoco praticado, por exemplo, pelos Bancos Múltiplos, que absorvem grande parte desse nicho de mercado, está no fato de que a formalidade na relação de consumo não substitui regras materiais de proteção, ante a vulnerabilidade do investidor-consumidor, no reconhecimento de ser esse o elo mais fraco da economia.<sup>187</sup>

Dessa forma, não basta a declaração de vontade perante o regulamento e o prospecto do fundo de investimento para possível eliminação do dever de informar da instituição em comento. O fundo de investimento tem o dever de informar os termos jurídicos e econômicos da contratação, esclarecer a forma de aplicação dos recursos e as competências e responsabilidades de cada agente do negócio.

Outrossim, como corolário do princípio da boa-fé objetiva no Código de Defesa do Consumidor, a transparência exprime a sinceridade da contratação, significando, segundo Sérgio Cavalieri Filho, “o dever do fornecedor em dar informações claras, corretas e precisas sobre o produto a ser vendido, o serviço a

---

<sup>187</sup> *Op. cit.* p. 90.

ser prestado ou sobre o contrato a ser firmado.”<sup>188</sup>

Em outras linhas, também fundada no princípio da informação, exprime-se através da transparência a necessidade de veicular claramente os termos da contratação, o *modus operandi* da realização do investimento e as condições sobre as quais se efetiva o mercado financeiro como um todo. As implicações são de natureza pré-contratual, contratual e pós-contratual, delimitando um contexto de maior honestidade e menor obscuridade em relação à incerteza naturalmente intrínseca à contratação com o fundo de investimento.

Segundo José Alberto Silva:

O princípio da transparência, essencialmente democrático que é, ao reconhecer que, em uma sociedade, o poder não é só exercido no plano da política, mas também da economia, surge no Código de Defesa do Consumidor, com o fim de regulamentar o poder econômico, exigindo-lhe visibilidade, ao atuar na esfera jurídica do consumidor. No CDC, ele fundamenta o direito à informação, encontra-se presente nos arts. 4º, caput, 6º, III, 8º, caput, 31, 37, § 3º, 46 e 54, §§ 3º e 4º, e implica assegurar ao consumidor a plena ciência da exata extensão das obrigações assumidas perante o fornecedor.<sup>189</sup>

Em consequência, o sistema transparente tende a tornar o processo mais participativo, com mais límpida definição das regras do jogo mercadológico e efetiva delimitação do dever de lealdade e respeito entre o fundo de investimento e o pequeno investidor.

Especificamente como reza o art. 46 do CDC, deve ser dada inclusive a oportunidade prévia de conhecimento dos termos do contrato a ser firmado, o qual deve comportar linguagem clara, de fácil compreensão gramatical e teleológica. Isso porque, conforme o artigo 30 do mesmo diploma, a informação ou publicidade veiculada pelo fornecedor merece ser suficientemente precisa, com relação ao produto ou serviço oferecido, obrigando o fornecedor e passando a integrar o contrato que vier a ser celebrado com o consumidor.

Ainda assim, mesmo que o consumidor ateste ter recebido toda uma carga de informação clara perante os termos do contrato, do prospecto e do regulamento do fundo de investimento, não basta a assinatura do mesmo confirmando o referido. Antes, a instituição deve ser proativa e constantemente

<sup>188</sup> CAVALIERI FILHO, Sergio. O direito do consumidor no limiar do século XXI. *Revista de Direito do Consumidor*, n. 35. São Paulo: revista dos Tribunais, 2000. p. 102.

<sup>189</sup> SILVA, Jorge Alberto Quadros de Carvalho. *Código de defesa do consumidor anotado e legislação complementar*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. p.

atenta ao movimento do mercado, fornecendo por sua própria iniciativa informações que podem estar relativamente omitidas nas entrelinhas da contratação.

Entretantes, também não se admitem subterfúgios publicitários para a captação desonesta de investidores-clientes. Com objetivo essencialmente comercial, e representada pela “ação econômica que visa a motivar o consumo de produtos ou serviços, por meio da veiculação de mensagens persuasivas por diversos meios”<sup>190</sup>, não é permitido à publicidade ser enganosa ou abusiva, impossibilitando-se, respectivamente, informações falas e incompletas, bem como informações publicitárias que atentem contra a moral coletiva, gerem discriminação, incitem a violência, explorem o medo e a ignorância do consumidor, ou confrontem a saúde e segurança do mesmo.<sup>191</sup>

Igualmente, não se permite também a chamada publicidade simulada ou subliminar, considerada como aquela que procura camuflar seu caráter ou que interfere no inconsciente do consumidor. Na qualidade de um recurso implícito, indireto, velado e dirigido ao subconsciente, a publicidade em comento é vedada pelo CDC quando, especialmente por meio de seu art. 36, expressa que “a publicidade deve ser veiculada de tal forma que o consumidor, fácil e imediatamente, a identifique como tal”, de modo a estabelecer parâmetros informativos que descrevam com fidelidade as peculiaridades do negócio a ser firmado.

Trata-se de introdução no direito nacional do que se convencionou chamar de “princípio da identificabilidade” ou “da clareza”, elemento presente na normatização da publicidade em vários outros diplomas<sup>192</sup> e que através do qual se reconhece ao destinatário da mensagem publicitária o direito de ser informado acerca da natureza publicitária da mensagem que lhe é dirigida.

Dessa forma, a convenção pactuada entre o fundo de investimento e o pequeno investidor deve se cercar de todas as cautelas e reservas possíveis, particularmente relacionada com a predeterminação de posturas que consagram meios protetivos de defesa do consumidor do serviço financeiro. A informação deve ser adequada, clara, correta, facilmente identificável, sem vieses, contradições ou obscuridades, de modo a permitir uma contratação dignamente corroborada pela honestidade contratual.

---

<sup>190</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. V. 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2007, p.310.

<sup>191</sup> Cf. art.37 do Código de Defesa do Consumidor e art. 5º da Resolução 2.878/01, do Banco Central do Brasil.

<sup>192</sup> Cf. Código da Publicidade português e *Legge Mammi*.



#### 5.2.4 Responsabilidade civil e dever de indenizar

A atividade de risco financeiro, intrinsecamente marcada nos serviços dos fundos de investimentos, não pode limitar-se aos termos estritamente técnicos da regulamentações do fundo de investimento, de seu contrato de adesão ou do regulamento. A responsabilidade dos administradores de fundos de investimento existe mesmo além das palavras descritas nas normas instituidoras da instituição investidora, devendo ser observada para atender as particularidades do sistema como um todo e as características específicas do arcabouço consumerista.

Entretanto, conforme delimita o art. 6º, II, do CDC, um dos direitos básicos do consumidor está na efetiva prevenção e reparação de danos patrimoniais e morais, de modo que, com efeito, surgida a partir do momento em que o indivíduo deixa de cumprir determinada obrigação, ou ainda, quando sua atitude vem ocasionar dano a outrem, a responsabilidade civil emana um verdadeiro dever jurídico sucessivo para o fundo de investimento, especialmente existente após a violação de um dever jurídico originário para com o investidor-consumidor.<sup>193</sup>

A administração *lato sensu* do fundo de investimento compreende todos os serviços por ele disponibilizados, direta ou indiretamente, destacando-se a gestão da carteira de investimento, a custódia de valores, a distribuição de capital e, principalmente, a administração *stricto sensu* do fundo, que se responsabiliza por toda sua gerência e dos terceiros nele envolvidos. Em linhas gerais, o administrador do fundo de investimento deve fornecer ao cotista cópia do regulamento da instituição investidora, seu prospecto e o termo contratual de adesão, não podendo atribuir tratamento diverso e privilegiado entre os investidores, contrariar as disposições regulamentares do fundo e das entidades reguladoras e autorreguladoras, bem como mascarar aos pequenos investidores os riscos inerentes ao negócio.

Sustentando que tais providências se fundamentam no dever do administrador de informar aos cotistas todos os aspectos relevantes do investimento, segundo Rogério Monteiro:

---

<sup>193</sup> Cf. GONÇALVES, Carlos Roberto. *Comentários ao código civil*. Volume XI. Saraiva: São Paulo, 2003. p. 07.

O dever de informar corresponde à obrigação de dizer a verdade sobre os aspectos do negócio, pois eles interferem diretamente na decisão de investimento. Se isso não ocorre, essa decisão pode ser tomada de maneira equivocada pelo investidor. Quando o administrador age com diligência, fornecendo toda a informação necessária, permite que o consentimento do investidor seja manifestado de forma mais segura.<sup>194</sup>

Aliás, segundo o art. 46 do diploma supramencionado, “os contratos que regulam as relações de consumo não obrigarão os consumidores, se não lhes for dada a oportunidade de tomar conhecimento prévio de seu conteúdo, ou se os respectivos instrumentos forem redigidos de modo a dificultar a compreensão de seu sentido e alcance”. Nessa esteira, a preocupação do Estado e dos demais entes de regulação do mercado passou a estar em oferecer maior proteção aos pequenos investidores não qualificados, de modo a exercer a faculdade de operar um sistema informacional claro, escorreito e transparente.

As cláusulas abusivas ao consumidor, por exemplo, foram hauridas à designação de “absolutamente nulas” (art. 51), impedindo determinações de não indenização, de impedimento de reembolso, de transferência de responsabilidade, de inversão do ônus da prova em favor do fornecedor, de imposição pelo fornecedor de representante, de variação unilateral do preço, enfim, de desconformidade com o sistema protetivo. Além disso, a interpretação conforme o CDC tornou-se objetiva, socialmente relevante, ao ponto de se definir que “as cláusulas contratuais serão interpretadas de maneira mais favorável ao consumidor”, conforme expõe o art. 47 do diploma citado. Os princípios sociais passaram a dever ser estritamente respeitados, mormente a necessidade de exercer a liberdade de contratar conforme a função social do contrato. Outrossim, as cláusulas ambíguas e obscuras dos contratos de adesão passaram a necessitar ser interpretadas mais favoravelmente ao aderente.

Segundo a Instrução 409/2004, art. 56, § 2º, da Comissão de Valores Mobiliários, embora o administrador possa terceirizar os serviços do fundo de investimento, há responsabilidade solidária entre o mesmo e os terceiros contratados, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento e aos atos emanados da CVM.<sup>195</sup> Desse modo,

---

<sup>194</sup> MONTEIRO, Rogério. Responsabilidades do administrador de fundos de investimento. In: WALD, Arnaldo (Coord.). *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*, ano 8, n. 30, outubro-dezembro de 2005. p. 289.

<sup>195</sup> No mesmo sentido, o art. 9º do regulamento anexo à Circular Bacen 2.616/95, que instituiu a responsabilidade solidária da instituição administradora e do diretor/sócio-gerente designado nas

ainda que derive em sentido diverso na convenção cláusula contratual que elimine ou mitigue subjetivamente a responsabilidade do fundo de investimento, esta será nula, procedendo à responsabilidade objetiva no caso em eventual comento.

Conforme preleciona Caio Mário da Silva Pereira <sup>196</sup>, “o direito moderno ‘já não visa ao autor do ato, porém à vítima’ ”, de modo que a teoria da culpa, segundo escreve Eugène Gaudemet, é insuficiente na prática, porque impõe à vítima a prova da culpa do causador. <sup>197</sup> Assim, o fato, e não a culpa, torna-se o elemento mais importante para que surja o dever de reparar o dano causado, o que implica em aceitar que a atitude culposa ou dolosa do agente causador do dano é de menor relevância, pois, desde que exista relação de causalidade entre o dano experimentado pela vítima e o ato do agente, surge o dever de indenizar, quer tenha este último agido ou não culposamente. <sup>198</sup>

A despeito de posicionamentos contrários <sup>199</sup>, acordado com a própria evolução do sistema protetivo em decorrência de uma regulação antes mais social do mercado, a lógica reinante tende a considerar a responsabilidade objetiva como a mais acertada no caso de prejuízos ao investidor-consumidor dos fundos de investimento. Não se pode conceber a consideração da responsabilidade do administrador e respectivos terceiros gestores apenas em casos que não estejam previstos no regulamento, de modo que caberá o dever de indenizar ainda que em situações de estipuladas no regulamento, mas que não seriam convenientes para o momento em operação.

Conforme sustenta Fernando Bravim:

Desrespeitadas as normas consumeristas, o administrador do fundo responderá independentemente da existência de negligência, imprudência ou imperícia, pela reparação dos danos causados aos consumidores por defeitos relativos ao fornecimento dos serviços, assim como por informações insuficientes ou inadequadas sobre a fruição e riscos, nos termos do artigo 14 do Código de Defesa do Consumidor. <sup>200</sup>

---

hipóteses de delegação a terceiros dos poderes de administração, conforme deliberação de assembléia de cotistas.

<sup>196</sup> SILVA, Caio Mário da. *Responsabilidade Civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1998, p.18.

<sup>197</sup> *Théorie Générale des Obligations*, p.310.

<sup>198</sup> Cf. RODRIGUES, Sílvio. *Direito Civil*. Volume IV. 19. Ed. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 10.

<sup>199</sup> Cf. PERRICONE, Sheila. Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. In: *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*. Coord. Arnaldo Wald. Ano 4, n. 11, janeiro-março de 2001. WALD, Arnaldo. *A culpa e o risco como fundamentos da responsabilidade pessoal do diretor do banco*. RDM, n. 24, ano XV, 1976, São Paulo: RT. Eles defendem, respectivamente, a responsabilidade subjetiva do fundo de investimento e a responsabilidade *juris tantum* dos terceiros a serviço do fundo.

<sup>200</sup> *Op. cit.* p. 116.

Nessa esteira, a título de exemplo, conforme prolatado pela Desembargadora do Tribunal de Justiça de Minas Gerais, Maria Elza, em 18 de abril de 2001, a má prestação de serviço pelo fundo de investimento acarreta responsabilidade patrimonial e moral que independe de culpa, até mesmo pela não informação ao investidor dos riscos do negócio:

CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. ACIDENTE DE CONSUMO. RESPONSABILIDADE POR FATO DO SERVIÇO. DEVER DE INDENIZAR CARACTERIZADO INDEPENDENTEMENTE DE CULPA. DANO MORAL DECORRENTE DA PRESTAÇÃO DEFEITUOSA DE SERVIÇO BANCÁRIO. INFORMAÇÃO ENGANOSA E FALSA DE QUE O FUNDO DE INVESTIMENTO ERA UMA APLICAÇÃO SEM RISCO DE PERDA DE CAPITAL. FALTA DE SEGURANÇA. OFENSA AO PRINCÍPIO DA TRANSPARÊNCIA E DA CONFIANÇA. INTELIGÊNCIA DO ART. 14 DA LEI N. 8.078/90. DANO MORAL - PROVA - DESNECESSIDADE. As relações das instituições financeiras com os usuários dos seus serviços são reguladas pelo Codecon (art. 3º, parágrafo 2º). O referido texto legal, ao consagrar a responsabilidade pelo fato do serviço, trouxe importantes inovações no âmbito da responsabilidade civil, assegurando ao consumidor, independentemente do fornecedor ter agido sem culpa, o direito à reparação pelos acidentes de consumo decorrentes de um serviço prestado defeituosamente. Na espécie dos autos, vê-se caracterizado um típico caso de acidente de consumo pelo fato do serviço, visto que a parte apelada teve uma perda de 40,33% de seus recursos financeiros, em razão de, ao fazer uma aplicação no Fundo de Investimento Master 60 Boavista, não ter sido esclarecida e informada de que o referido fundo tratava-se de um investimento de risco, fato que lhe gerou uma expectativa legítima e razoável de que a aplicação no Fundo de Investimento Master 60 não possibilitava a perda de capital. Ressalte-se que toda a expectativa de não haver perda de capital, não foi criada apenas pela falta de esclarecimento por parte do apelante, mas também pelo fato deste passar informações falsas e enganosas aos seus clientes, garantindo-lhes que o fundo de investimento tinha como característica a impossibilidade de perda de capital. O dano moral independe de prova, exigindo-se somente a prova do fato que gerou a dor e o mal psicológico para a condenação. (Precedentes do STJ).<sup>201</sup>

Ainda no mesmo sentido, em setembro de 2005 a Desembargadora Helda Lima Meireles entendeu expressamente pela incidência do Código de Defesa do Consumidor na administração de fundos de investimento, expressando a responsabilidade do administrador em razão de propaganda enganosa e ausência de informação essencial, nos termos da ementa que segue:

Ação de cobrança. Aplicação financeira. Fundos de investimento. Fundos Hedge 60. Incidência do CDC. Propaganda enganosa. Ausência de informação essencial para a adequada avaliação do risco pelo investidor. Perdas elevadas em razão da desvalorização do real. Transação, onde o

<sup>201</sup> Apelação Cível 2.0000.00.323833-3/000(1). Rel. - Des. Maria Elza - Julgamento: 18/04/2001 - Disponível em: < <http://www.tjmg.jus.br>>. Acesso em: 23 nov. 2010.

investidor sujeitou-se ao recebimento de parte do capital investido, revelando nítido desequilíbrio entre as partes. Anulação. Iterativos precedentes deste E. Tribunal de Justiça. Manutenção da sentença que determinou a restituição ao autor do valor integral de sua aplicação. Apelos desprovidos.<sup>202</sup>

De certo, identificada uma operação financeira do fundo em que a sua efetivação não estava prevista ou que o risco da aplicação tivesse sido majorado devido a essa operação, a responsabilidade do administrador dos fundos de investimento se configuraria não só pela regra de *compliance* a que está adstrito, mas ao próprio princípio de que deve empreender esforços para o bom desenvolvimento de suas atividades como administrador.<sup>203</sup>

Em igual norte, o acórdão proferido pelo Ministro Carlos Alberto Menezes Direito, junto ao Superior Tribunal de Justiça, *in verbis*:

Agravo regimental. Recurso especial não admitido. Fundos de investimento. Código do Consumidor. Súmulas nºs 07/STJ e 288/STF. 1. O acórdão recorrido adotou a Apelação Cível 2.916/2001 como fundamento relativo não apenas ao tema concernente ao dano moral, mas, sim, acerca de questões impugnadas diretamente no recurso especial. Indispensável, desse modo, para o regular exame do recurso, a análise da referida peça, cuja ausência do traslado atrai a incidência da Súmula nº 288/STF. 2. Argumenta o recorrente que "os investidores foram prévia e suficientemente informados acerca dos riscos dos investimentos". Acolher esse entendimento e ultrapassar os fundamentos do acórdão ensejaria o revolvimento de provas, vedado nos termos da Súmula nº 07/STJ. 3. As relações existentes entre os clientes e a instituição apresentam nítidos contornos de uma relação de consumo. Aplicável, portanto, o Código de Defesa do Consumidor no caso em tela. 4. Agravo regimental desprovido.<sup>204</sup>

Desse modo, conforme demonstram exemplificativamente os arestos acima colecionados, a aplicação do Código de Defesa do Consumidor deve ser aplicado nas relações existentes entre instituição financeira de fundo de investimento e pequeno investidor. O confronto hierárquico existente tende a considerar as normas do microsistema consumerista como modo equitativo de equilíbrio contratual, expondo que nos casos de a informação mostrar-se ausente ou mesmo insuficiente, a responsabilidade civil e o dever de indenizar devem existir.

Em complementação, ao exercer atividade de prestação de serviço

<sup>202</sup> Apelação Cível 2005.001.12639. Rel. - Des. Helda Lima Meireles - Julgamento: 06/09/2005 - Sétima Câmara Cível. Disponível em: < <http://www.tj.rj.gov.br>>. Acesso em: 23 nov. 2010.

<sup>203</sup> Cf. RUY, Fernando Estevam Bravim. *Op. cit.* p. 119.

<sup>204</sup> Agravo Regimental no Agravo de Instrumento nº. 2003/0174809-4. Rel. Ministro Carlos Alberto Menezes Direito – Julgamento: 06/04/2004 – Terceira Turma. Disponível em: < <http://www.stj.jus.br>>. Acesso em: 24 nov. 2010.

especialmente hipersuficiente em relação à posição vulnerável do investidor, a situação é de encarar a responsabilidade mesmo sem necessidade de comprovação de culpa. Até porque, além de acordado com a evolução sistemática da legislação, tal posicionamento importa em claro respeito à justiça, dignidade e solidariedade contratuais, fomentando um mercado financeiro mais transparente e seguro para o investidor de fundos de investimento.

### 5.3 O DIREITO DO INVESTIDOR-CONSUMIDOR ENQUANTO DIREITO À PROTEÇÃO REGULATÓRIA

Para Thierry Bourgoignie, a expansão do consumo consolidou três grandes avanços, representativos das bases da política de proteção do consumidor: a adoção de uma estrutura legislativa; o estabelecimento de instituições estatais especificamente responsáveis por assuntos ligados ao consumo; e o surgimento de organizações independentes, não-governamentais nem lucrativas, com o objetivo de promover os interesses dos consumidores.<sup>205</sup>

Desta feita, o pólo vulnerável da contratação passou a contar, desde então, além de com o estabelecimento de políticas legislativas de proteção, com a insurgência de gabinetes estatais e extra-estatais de garantia dos anseios consumeristas. A regulação do mercado não se deu apenas em sede normativa, mas também preocupada do ponto de vista institucional, por meio do desenvolvimento de arranjos e desenhos capazes de promover o equilíbrio do sistema financeiro em questão.

A contratação estabelecida entre fundo de investimento e consumidor, especialmente financeirizada pela atual ordem de acumulação de riqueza mesmo fictícia, passou a necessitar, então, de um novo corpo conjunto de forças, nomeadamente dirigentes do contrato no seu conteúdo, limitando ou proibindo determinadas condutas. Em compensação, através de estruturas como o Bacen, a CVM e a ANBIMA, a regulação do investidor-consumidor tendeu a social e protetivamente garantir um meio adequado de desenvolvimento do investimento, formulando regras prudenciais e de conduta acerca do comportamento dos agentes

---

<sup>205</sup> BOURGOIGNIE, Thierry. A política de proteção do consumidor: desafios à frente. Tradução do Grupo de Pesquisa CNPq Mercosul e Direito do Consumidor. *Revista de Direito do Consumidor*. n. 41. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002, p. 30.

superiormente hierárquicos do mercado.

Do ponto de vista específico do negócio formalizado, a incompletude contratual - derivada não apenas da falta de informação, mas da sua própria incongruência ou mesmo da disponibilização privilegiada – atravessou a necessidade de meios de preenchimento de lacuna relacionados ao fortalecimento das regras públicas e privadas estabelecidas tanto pelos gabinetes legislativos e reguladores estatais quanto pelas instituições autorreguladoras do mercado.

Entretantes, com base no microssistema protetivo do consumidor, as normas definidoras de direitos e garantias tornaram-se nomeadamente mais eficazes em relação à sua real concretização. Complementado por normas descodificadas e pela implementação de verdadeiros subsistemas jurídicos, o sistema legal implicou no similar reconhecimento de garantias de utilidade econômica e de segurança do produto e do serviço ofertado. Almejou-se, além disso, o fomento à internalização de normas moralmente condizentes com a proteção da figura da pessoa humana, e não necessariamente apenas do patrimônio.

Hodiernamente, em 2001, quando Joseph Stiglitz recebeu o Prêmio Nobel de Economia, ele mesmo deixou claro seu posicionamento no mínimo interessante de que “a razão pela qual a mão invisível é invisível é por que ela não existe ou, quando existe, está parálitica”. Um dos pioneiros da teoria da informação assimétrica, ou, da desigualdade de informações entre os centros de interesses, segundo ele “precisamos, claramente, não apenas de regulação, mas de uma redefinição do sistema regulatório”.<sup>206</sup>

Assim, buscando a efetivação de intervenções em determinada realidade social por meio de instrumentos orientados para fins indispensáveis à promoção de interesses da coletividade consumidora, os arranjos institucionais - promovidos por ajustamentos legais de conduta e pelo apoio de organismos públicos e privados em geral - tenderam a atualmente considerar o escopo de segurança jurídica ao investidor-consumidor dos fundos de investimento. Dentro dessa perspectiva, a sociabilidade das decisões de mercado e o emprego de valores comunitários como a honestidade, a boa-fé e a transparência se tornaram especiais princípios de promoção da confiabilidade nas instituições do mercado financeiro. Em outras

---

<sup>206</sup> JOSEPH Stiglitz: sem meias palavras. Disponível em: <<http://ondasfinanceiras.blogspot.com/2008/10/joseph-stiglitz-sem-meias-palavras.html>>. Acesso em: 12 jan. 2011.

linhas, o dever de informar com clareza e o direito de ser informado adequadamente aglutinaram novos contornos de desenvolvimento dos direitos fundamentais.

### **5.3.1 Problemas de incompletude legal e incompletude contratual: entre o *enforcement* público, o *enforcement* privado e a internalização das normas sociais**

Nota-se ultimamente uma crescente “pluralização” jurídico-contratual, propiciada pela igual multiplicidade de atores mercadológicos, nomeadamente o surgimento das empresas multinacionais e dos blocos econômicos. Assiste-se atualmente, portanto, a uma descentralização de competências que cada vez mais tende a mitigar o papel dos gabinetes legislativos nacionais, ao tempo em que se fortalece o papel supranacional ou global dos movimentos extra-estatais. É como se o atual estágio da globalização, sobretudo sob seus aspectos financeiro e econômico, tivesse escolhido o contrato como a norma jurídica mais importante, exatamente por conta de sua flexibilidade e dinamicidade para lidar com um mundo cada vez mais interligado e transnacional.

Conforme sintetiza Maria Luiza Feitosa:

Hoje, a disciplina jurídica dos contratos é o resultado patente da superação da exclusividade dos postulados do formalismo positivista e do monismo jurídico, bem assim, dos dogmas da segurança e da certeza do direito. Foi relativizada pela multiplicidade de leis positivas públicas (em âmbitos nacional, internacional e comunitário) e pelo pluralismo das fontes do direito, geradas a partir da atuação jurisprudencial e da normatividade empresarial privada em esfera global. Assiste-se ao fim do monopólio legal clássico.<sup>207</sup>

A dinamicidade do sistema econômico declarou a necessidade de novos padrões de negociação, marcados pela interrelação com instituições mediadoras de investimento e pela configuração de hodiernas plataformas de flexibilidade contratual. Entrementes, o mercado financeiro apressou-se em concretizar novos *modus operandi* de realização da intersecção entre a oferta e a procura, nem sempre condizentes, entretanto, com políticas de proteção ao pólo hierarquicamente inferior da relação.

No mesmo compasso, a ausência de *enforcement* da lei e do contrato - ou, sua ineficácia em virtude do desrespeito a direitos legais e obrigacionais sem

---

<sup>207</sup> *Op. cit.*, p. 331.



que o agente responsável pelo dano seja devidamente punido<sup>208</sup> - expôs com absoluta imperiosidade a necessidade de se repensar os valores construídos sob a égide do mercado financeiro e da citada pluralização contratual.

Em conseqüência, passou-se a apresentar a justificativa de fomentar uma maior valorização de normas diretamente preocupadas em restabelecer o equilíbrio da contratação, impondo uma nova ordem de normatização especialmente estribada na consideração teleológica do direito enquanto instrumento de transformação social, garantia da cooperação humana, harmonização da competição e reparação dos danos ocasionados em conflito. Do ponto de vista dos fundos de investimento e da respectiva incompletude decorrente de informações inadequadas e sem transparência, as normas sob eles empreendidas são então dissecadas em seus aspectos sociais, públicos e privados, como meio de promoção de uma maior valorização da confiança no mercado e em suas respectivas instituições.

Desse modo, em sintonia com a constante evolução do mercado financeiro, os sistemas legal e contratual passaram a demandar o fim do monismo clássico e da completude do Direito, especialmente marcados pelo desenvolvimento de microssistemas jurídicos e jurídicos. Em outros termos, a standardização e massificação contratual propiciadas pela era tecnológica e financeira acarretaram amplos prejuízos à coletividade de consumidores, efetivando o nascimento de um microssistema preocupado tanto com o dano patrimonial quanto extrapatrimonial.<sup>209</sup>

Alinhado ao Código de Defesa do Consumidor e ao desenvolvimento de órgãos regulatórios diretamente preocupados com a proteção do investidor-consumidor dos fundos de investimento, o sistema passou, então, a enfatizar a novos meios de complementação supletiva das incompletudes legais e contratuais. O *enforcement* público - decorrente de mecanismos e agentes do próprio poder político supremo estatal, como as agências reguladoras e autarquias, bem como o próprio Poder Judiciário - e o *enforcement* privado - favorecido pelas instituições autorreguladoras e outras mediadoras na resolução de eventuais conflitos informacionais - acabaram conseqüentemente por receber um maior apreço pelo sistema.

A título de exemplo, por meio da CVM e de sua Instrução nº. 409/2004,

---

<sup>208</sup> Cf. COOTER, Robert D. Innovation, information and the poverty of nations. *Berkeley Program in Law and Economics*, Working Paper Series, n. 175, 2005. p. 4.

<sup>209</sup> Cf. LISBOA, Roberto Senise. *Responsabilidade civil nas relações de consumo*. 2. Ed. rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

alterada pela Instrução 450/2007, o regulamento do fundo deve deixar claro a política de divulgação de informações, inclusive as relativas à composição das carteiras, de modo a permitir uma fidedigna realização do investimento. E, conforme o art. 41, § 2º e 3º da referida Instrução, na definição da política de divulgação de informações deverão ser definidos a periodicidade mínima para divulgação da composição da carteira do fundo; e o nível de detalhamento das informações e o local e meio de solicitação e divulgação das informações. Além disso, a política de divulgação deverá ser idêntica para todos os cotistas, consultores de investimento, agências classificadoras e demais interessados.

Ademais, conforme o art. 72 da Instrução supracitada, o administrador é obrigado a divulgar imediatamente, através de correspondência a todos os cotistas, qualquer ato ou fato relevante, de modo a garantir a todos os cotistas o acesso a informações que possam, direta ou indiretamente, influenciar suas decisões quanto à permanência no fundo ou, no caso de outros investidores, quanto à aquisição das cotas. E, de acordo com o art. 74, nenhum material de divulgação pode assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou isenção de risco para o investidor.

Por sua vez, enquanto meio privado e autorregulador de completude dos sistemas legal e contratual, através do “Código ANBIMA de regulação e melhores práticas para Fundos de Investimento”, a ANBIMA defende em seu art. 6º, I, que as entidades administradoras de fundos de investimento devem desempenhar suas atribuições buscando atender aos objetivos descritos no regulamento e prospecto do fundo, bem como a promoção e divulgação de informações a eles relacionadas de forma transparente, visando sempre ao fácil e correto entendimento por parte dos investidores. Além disso, os fundos devem divulgar sua política de investimento e como pretende atingir o seu objetivo de investimento, identificando as principais estratégias técnicas ou práticas de investimento a serem utilizadas e os tipos de títulos e valores mobiliários nos quais pode investir, bem como definir e esclarecer os riscos inerentes ao investimento contratado.

Desse modo, tanto a CVM quanto a ANBIMA tornam a regulamentar supletivamente os contornos do mercado dos fundos de investimento, denotando um ambiente institucional de harmonização de posturas efetivamente dignas à disponibilização de informações ao investidor-consumidor. Trata-se de meios de *enforcement* público e privado das normas já definidas pela codificação

consumerista ou por outros instrumentos decorrentes de gabinetes legislativos, como ferramentas uníssonas de esclarecimento da política de investimento, dos riscos do negócio e de todas as informações efetivamente relevantes para as decisões dos investidores.

Em outras linhas, embora desprovidas de contornos jurídicos, mas perfeitamente capazes de criar um direito, antes, natural, as normas sociais também sustentam um meio de equilíbrio do sistema informacional existente nas relações contratuais com os fundos de investimento. Segundo Andrea Neto e Felipe Daud:

No mercado de valores mobiliários, as normas sociais do mercado, tidas por aquelas normas cuja existência pode ser comprovada a despeito de sua não positivação, influenciam o comportamento dos agentes econômicos. Nesse sentido, podem suprir lacunas deixadas pelo sistema jurídico, ou seja, as normas sociais também regulam o comportamento dos agentes do mercado, suprimindo uma carência ou algum defeito oriundo do *imperium* do sistema legal.<sup>210</sup>

Nesse caso, os agentes do mercado entendem que a prática ou abstenção de realização de determinado ato se justificam pela própria moral relevante no sistema financeiro. Algumas vezes, como cita Stewart Macaulay, muitos contratos não são nem plenamente racionalizados e as partes da relação geralmente não sabem as minúcias dos termos, de modo que cabe mais a confiança na palavra depositada, no aperto de mãos, na honestidade e decência do centro de interesse.<sup>211</sup>

A sanção apresenta-se também com um caráter reputacional, em relação à moral do investidor institucional e seu comportamento perante toda a índole mercadológica. O foco não tende a ser um interesse estritamente privado ou mesmo de um grupo de legisladores, mas especialmente condizente com as práticas habitualmente tidas como escorregadas pelos próprios investidores.

Desta feita, aliadas aos contornos do *enforcement* público e privado, as normas sociais podem ser prediletas às anteriores, reconhecidas especialmente na confiança e na reputação a ser ratificada em determinado fundo de investimento. Aliás, segundo Ronaldo Macedo Júnior, “a proteção do consumidor pode ser vista

---

<sup>210</sup> NETO, Andrea de Sarno; DAUD, Felipe Taufik. Por que obedecer? O desenvolvimento do mercado de valores mobiliários em um ambiente de incerteza jurídica. *Poder judiciário e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 18-19.

<sup>211</sup> MACAULAY, Stewart. Non contractual relations in business: a preliminary study. *American sociological review*, Wisconsin, v. 28, n.1, p. 1-19, fev. 1963. p.6.

como um mecanismo para o fortalecimento da segurança nas transações de mercado e fornecer fontes para o desenvolvimento de normas sociais de confiança e certeza.”<sup>212</sup>

O escopo é a análise do dever de zelo e cuidado da gestão, sua excelência, podendo as normas sociais, embora desenvolver-se em ambientes de incerteza jurídica, apresentar-se com mais eficácia em sistemas institucionais de *enforcement* público ou privado.

### **5.3.2 Por um arranjo institucional de “segurança jurídico-social” ao investidor-consumidor dos fundos de investimento**

Segundo os neoinstitucionalistas, a economia e os demais sistemas que com ela interagem - a título de exemplo o Direito - devem ter como escopo central a análise das instituições econômicas, das normas que permitem a sustentação dos mercados e dos arranjos organizacionais formados num ambiente institucional que, permeado pelo critério da riqueza social, pode ser manipulável para a criação de novos arranjos institucionais tendentes à conseqüente alocação de recursos e sua distribuição.

Trabalhando com a análise econômica do Direito, os neoinstitucionalistas entendem que as instituições são as grandes responsáveis pelo desenvolvimento econômico, de modo a visualizar o ordenamento jurídico a partir das interrelações existentes no conjunto de instituições que promovem o incentivo e desincentivo dos comportamentos dos agentes econômicos. Conforme esclarece John Zysman:

A estrutura institucional das economias de mercado estabelece padrões de restrição e incentivo. E assim induz comportamentos de rotina das empresas e do governo. Conseqüentemente, as variações nas estruturas contribuem para trajetórias de desenvolvimento distintas. Evolução nessas estruturas institucionais irão provocar a evolução na rotina econômica.<sup>213</sup>

---

<sup>212</sup> *Op. cit.* p. 238.

<sup>213</sup> ZYSMAN, John. How Institutions Create Historically Rooted Trajectories of Growth. *Industrial and Corporate Change*. v. 3, n. 1, 1994, pp. 243-283. p. 258. “The institutional structure of market economies sets down patterns of constraint and incentive. It thereby induces routine behaviors from companies and government. Consequently, variations in those structures contribute to distinct development trajectories. Evolution in those institutional structures will provoke evolution in economic routine.”

Com efeito, o processo de evolução das instituições e de seus conseqüentes processos de desenvolvimento econômico e social, igualmente demanda a construção de novos arranjos institucionais e conformações de forças em torno dos problemas eventualmente suscitados pelo sistema. Ao utilizar o termo dependência de trajetória, segundo Douglas North as preferências e substituições expostas na atualidade decorrem de um processo de motivações e oportunidades enraizadas nas próprias estruturas institucionais, o que denota ao carregamento de forças que, embora anteriormente já balizados em outras instituições, buscam também reforçar as tendências já iniciadas.<sup>214</sup>

Dessa forma, mudanças institucionais como a ocorrida à ordem da evolução do sistema econômico financeirizado denotaram um verdadeiro rearranjo de poderes entre instituições como os fundos de investimento, o mercado como um todo, o próprio governo e a sociedade investidora. Moldados por novos desenhos institucionais e contemporâneos contornos econômico-contratuais, as instituições demandaram a implementação de novas formas de se relacionar, convencionar e normatizar as relações estabelecidas nessa conjuntura.

No caso específico do contexto econômico, a atual construção substantiva e mesmo fictícia do termo financeiro demandou a precisão de um complexo dinâmico de negociações necessariamente estribados em um quadro institucional de organizações e contratações especialmente preocupadas com essa flexível e global onda de relações de investimento. Os fenômenos econômicos tornaram-se sistêmicos, intensamente associados, à guisa de qualificação de um conjunto de processos de renda e capitalização intermediados por sujeitos como os fundos de investimento.

Diante desse contexto, a evolução denotada pelo sistema econômico e por sua conseqüente financeirização aproximou a construção de novas oportunidades carregadas tanto por contornos ideários essencialmente liberais quanto tendencialmente welfaristas. Significa dizer que, com base na própria consideração da chamada dependência de trajetória, a despeito de o sistema ter emergido uma nova revolução liberal, ainda permanecera impregnado de propostas de cunho especialmente protetor e regulador dos direitos e deveres contratados.

Em sentido amplo, as instituições surgem como um espaço para o

---

<sup>214</sup> NORTH, Douglas C. *Institutions, institutional change and economics performance*. New York: Cambridge University Press, 1990.

equacionamento de conflitos e de problemas de ação coletiva, como formas de reduzir as incertezas inerentes às interações humanas. Desse modo, a idéia hodiernamente denunciada pelas autoridades reguladoras e autorreguladoras do mercado financeiro, bem como pelas normas sociais a ele inerentes, foi a de concretização de um novo arranjo institucional de forças capaz de equilibrar tanto as proposições da autonomia financeira quanto os anseios do chamado capitalismo assistencial, principalmente preocupado com os níveis de desenvolvimento social e de solidariedade coletiva.

Segundo Mário Schapiro, entendidas como mecanismos sociais de coordenação, as instituições - que podem ser tanto leis, cláusulas contratuais ou decisões judiciais (instituições formais), como convenções sociais ou códigos culturais (instituições informais) e mesmos organizações – são capazes de modular os comportamentos dos agentes.<sup>215</sup> Nesse sentido, embora consideradas por essa visão de um ponto de vista essencialmente econômico, são também importantes à construção de arranjos de institucionais de conduta necessariamente preocupados com o bem-estar da coletividade. Isso porque, conforme ponderam Milhault e Pistor ao defender o debate acerca de um sistema de proteção com base em garantias institucionais, a dotação de um bom direito e sua efetiva aplicação (*enforcement*) propõe condições de adquirir bons resultados no quadro financeiro geral da economia.<sup>216</sup>

Dentro dessa perspectiva, a noção de proteção do investidor de fundos de investimento por meio da adoção de regras claras e transparentes pelo mercado, bem como pela consideração da importância de comportamentos necessariamente vinculados a construções moralmente corretas, demanda a construção de arranjos institucionais permeados pela dotação de fatores complementativamente convergentes. No contexto nacional, a participação de agentes institucionais como o Bacen, a CVM e a ANBIMA, e de suas respectivas determinações reguladoras e autorreguladoras, declara justamente essa confluência de forças ao mercado financeiro em questão, necessariamente convergentes à garantia de um complexo

---

<sup>215</sup> SCHAPIRO, Mário Gomes. Governança administrativa, dinâmica institucional e financiamento industrial no Brasil: novos parâmetros, velhos problemas. *Artigos Direito GV*, n. 55, mai 2010. Disponível em: <<http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/6617/working%20paper%2055.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 02 fev. 2011. p. 10.

<sup>216</sup> MILHAULT E, C.; PISTOR, K. *Law and Capitalism: what corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world*. Chicago: Chicago Press, 2008, p. 17-25.

de informações transparentes, devidamente compreensíveis e destituídas de eventuais privilégios a determinados centros de interesse.

Segundo Douglas North, a fundamentação teórica das instituições baseia-se na própria existência de custos de transação e de informações que, possuindo um custo, são assimetricamente apropriadas pelos agentes participantes da troca.<sup>217</sup> Dessa forma, importa reconhecer a própria vulnerabilidade do investidor dos fundos de investimento na disponibilização de informações eventualmente despojadas de clareza e fidedignidade, à consideração de sua posição *principal* na relação hierárquica.

Alinhado à necessidade de efetivação de direitos revestidos de fundamentalidade, conforme pondera Ronaldo Macedo Júnior:

O enfoque da proteção do consumidor é baseado em direitos e não no mero funcionamento paretiano do mercado [...] Nesta visão, os direitos à segurança e à proteção da saúde são entendidos como direitos fundamentais não redutíveis a meras análises de custo e benefício.<sup>218</sup>

O *approach* é evidentemente contrário a qualquer prática reducionista da proteção do investidor, levando-se em consideração não o simples equacionamento das ordens liberais e financeiras do mercado financeiro de fundos de investimento, mas, ao contrário, políticas de efetivação de direitos e garantias ao investidor-consumidor.

Em consequência, busca-se atribuir à segurança jurídico-social uma característica que, como meio e fim desse processo, alerta para a constante observação de padrões de democracia e desenvolvimento econômico e social. A consideração, no entanto, não se realiza apenas na determinação de uma segurança pautada exclusivamente na *rule of law*, ou, no direito positivado, mas também dependente de construções sociais e morais das próprias condutas dos fundos de investimento.

Como defendem Flávia Piovesan e Daniela Ikawa, a segurança jurídica deve ser necessariamente haurida a garantia para o desenvolvimento do princípio da dignidade da pessoa humana tanto no contexto nacional quanto no âmbito internacional.<sup>219</sup> Dessa forma, abrange-se não somente um viés estritamente

---

<sup>217</sup> *Op. cit.*

<sup>218</sup> *Op. cit.* p. 236.

<sup>219</sup> PIOVESAN, Flávia; IKAWA, Daniela. Segurança jurídica e direitos humanos: o direito à segurança

legalista ou instituído pelo poder político supremo, mas também condicionado a temperamentos que, constituídos pela proteção da pessoa humana e sua conseqüente “não coisificação”, pugna pela instituição do livre desenvolvimento de direitos fundamentais com base na confiança e no estabelecimento de regras estáveis e transparentes no mercado financeiro.

Em suma, parafraseando as concepções de Atílio Alterini, a segurança jurídico-social se efetiva por meio do direito, desenvolve-se como certeza desse direito e solidifica-se como a própria estabilidade do sistema jurídico.<sup>220</sup> Busca-se denotar a necessidade de (i) cumprimento das normas morais e jurídicas instituídas sob a relação hierárquica, (ii) efetivação de regras claras e idôneas às contratações de investimento e (iii) garantia de um sistema capaz de proveitosamente garantir os direitos potencialmente exercidos com fundamentalidade pelo investidor-consumidor.

Seja através de normas codificadas, constitucionalizadas ou mesmo autorreguladas pelo mercado, almeja-se, em linhas gerais, a consideração do direito do consumidor enquanto direito à própria proteção regulatória. As informações intercambiadas entre pequenos investidores e fundos de investimento devem revestir-se de um contexto de minimização de incertezas e conseqüente maximização do papel da confiança, especialmente também marcado pela imprescindível desigualdade compensadora que torna cara a idéia de justiça enquanto equidade.

---

de direitos. ROCHA, Carmen Lucia Antunes. *Constituição e segurança jurídica: direito adquirido, ato jurídico perfeito e coisa julgada* (estudos em homenagem a José Paulo Sepúlveda Pertence). Belo Horizonte: Editora Fórum, 2005.

<sup>220</sup> ALTERINI, Atílio Aníbal. *La inseguridad jurídica*. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1993. p. 14.



## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mercado financeiro contemporâneo aponta para a construção de uma ordem capitalista de acumulação de riqueza especialmente sintetizada na inovação dos instrumentos contratuais de alocação e distribuição de recursos, necessariamente também caracterizada pela reprodução financeira e mesmo fictícia da economia, bem como pela conseqüente reorganização das estruturas institucionais de poder e capital. Nesse contexto, alinhados a uma conjuntura de financeirização econômica, onde o capital adquire feições independentes e autônomas em relação à sua própria criação, os respectivos fenômenos tornaram-se sistêmicos, interdependentes estrutural e funcionalmente, com patamares inclusive superiores aos da riqueza real.

À medida em que os conceitos de comércio e indústria são absorvidos pelas instituições financeiras, os agentes econômicos demandam um processo de fomento à renda e à sua respectiva capitalização capaz de transformar o adjetivo financeiro em substantivo. Assim, igualmente estribado no aperfeiçoamento tecnológico e na transnacionalização das redes de cooperação empresariais, o capital adquire feições próprias, desfronteirizadas e evidentemente destinadas ao consumo e à acumulação.

Os conseqüentes excessos de liquidez do sistema econômico levam, portanto, os centros de interesse a empreenderem os melhores esforços no sentido de aplicar os recursos das suas poupanças em investimentos capazes de aumentar sua renda. A visão perpassa por um quadro essencialmente liberal no que tange à consideração do mercado como instância natural de aplanamento das trocas, facilitado pela intermediação ativa e coordenada de novos arranjos e agentes financeiros institucionais.

Nesse sentido, como elo de ligação entre a oferta e a procura, os fundos de investimento despontam nesse ambiente como verdadeiras instituições financeiras de casamento entre as pretensões de provedores e beneficiários de recursos. Considerados entidades de investimento coletivo representativas da atual onda de globalização econômico-financeira, eles aparecem ao público com nomeadas qualidades em relação ao investimento individual, seja pela qualificação de seus agentes, pela minimização burocrática ou mesmo pela distribuição de riscos

entre os cotistas-investidores.

Com uma gestão indireta de recursos que desconfigura a noção afetivo-societária, os fundos de investimento sinteticamente apenas assimilam a idéia de associação em torno de um projeto de comum interesse. Alógica dos mesmos entabula-se na coletivização de recursos para a ulterior valorização do patrimônio condominial, por meio de uma estrutura segmentada de funções, de uma política de investimento devidamente traçada e de uma relação conformativa de capital e limitativa de conjecturas duvidosas.

Além disso, igualmente marcados por um direito mais flexível e moldado segundo as ordens transnacionais do mercado financeiro, os fundos de investimento também enaltecem a crescente pluralização jurídico-contratual, como uma forma de relativização de dogmas como o da certeza e da completude do direito positivado pelo legislador político supremo. A negociação evidenciada com o pequeno investidor apresenta-se como uma verdadeira expressão da profissionalização das atividades empresariais, por meio de uma convenção bilateral, onerosa e adesiva, sem maiores interpenetrações do sistema jurídico formal.

Em outras linhas, a contratação decorrente do referido processo funcional de harmonização de vontades denota um interessante rumo conflituoso entre a ampliação de fontes de negociação e a standardização de acordos padrões que não admitem eventuais discussões ou modificações substanciais de conteúdo. Trata-se em último caso de um contrato atípico, nitidamente relacionado a uma posição de substituição do investidor individual pela atividade desempenhada pela gestão do fundo de investimento, como meio limitativo da autonomia da vontade privada ao menos no contexto da liberdade contratual.

Entrementes, cabe também, portanto, às entidades reguladoras e autorreguladoras do mercado fornecerem os meios adequados para o contorno desses eventuais problemas relacionados à negociação com os fundos de investimento. Seja por meio do Banco Central do Brasil, da Comissão de Valores Mobiliários ou mesmo da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, o escopo é a institucionalização de arranjos capazes de favorecer a harmonização de regras que inibam comportamentos oportunistas e desonestos de administradores de fundos de investimento.

A despeito de se verificar uma construção histórica que permeia desde a consideração do *homo economicus* ao homem concreto ou situado, o funcionamento

conflitante dos mercados redefiniu os modos de racionalidade jurídico-contratual, necessariamente enfatizando novas políticas interventivas de proteção social. A regulação do mercado financeiro e, conseqüentemente dos fundos de investimento, passou, então, também a acomodar centros autorregulados de decisão e outras fontes de poder tendentes a efetivar o equilíbrio e a justiça contratual.

Nesse último caso, sai-se de um contexto de ampla liberdade de iniciativa e de tutela da propriedade e do contrato, para um quadro que não mais credita valor a uma ordem natural de “homens honestos”, o qual, ao invés, coloca como resposta maior aos destemperos do mercado a noção de igualdade e de solidariedade coletiva. Assim, embora se caminhe adiante para um poder político supremo que se julgue apenas fiscalizador e supervisor das atividades econômicas, no último *turning point* sentido pelo sistema financeiro ficou claramente retratada a figura de uma “re-regulação” do mercado, como expressão da inibição de seu poder abusivo e de suas eventuais falhas.

A regulação dos fundos de investimento e de suas conseqüentes contratações teve, portanto, de se adequar à garantia de confiança e segurança ao público poupador e investidor, entre iniciativas ora mais interventivas ora mais fiscalizatórias e de monitoramento. O foco passa a ser o próprio intercâmbio de informações que sintonizam ou mesmo extrapolam a contratação entre o fundo de investimento e o pequeno investidor, à guisa de observação do contexto de transparência e veracidade que permeia fichas simbólicas como o dinheiro.

A racionalidade do público investidor não se mostra plenamente eficiente, de modo que o poder exercido por aqueles que detém um posição hierárquica superior pode abalar todo nível de confiança desejada perante o mercado. Embora a informação possa estreitar os laços de cooperação e a própria financeirização da economia, quando deturpada pode igualmente denotar um ambiente de insegurança, capaz o bastante de interferir nos níveis econômico-produtivos e morais ou reputacionais das instituições enquadradas como fundos de investimento.

Nesse contexto, quando transgredida a confiança depositada na crença de não extrapolação da vulnerabilidade inerente a determinado centro de interesse, há de se favorecer a necessidade de meios ou ferramentas tendentes a provocar novos contornos de reequilíbrio da relação. Até porque as informações que devem ser disponibilizadas ao pequeno investidor dos fundos de investimento não de se revestir tanto de um caráter geral quanto de peculiaridades específicas, de modo

que, ocorrendo qualquer anormalidade na transparência, clareza, evidenciação, adequação ou simetria nas mesmas, o resultado é a aferição de um conflito *principal-agent* de extremado desequilíbrio.

Dentro dessa perspectiva, orienta-se para um direito que, jurídico ou mesmo jurígeno, seja capaz de conferir proteção regulatória ao pólo investidor. No caso específico, além de considerar o investidor dos fundos de investimento como consumidor, afigura-se igualmente necessária a aceitação de modos de regulação feitos tanto pelo poder estatal quanto de dentro das relações ou pelas próprias instâncias envolvidas. O escopo é o equilíbrio do mercado financeiro de fundos de investimento a partir de uma idéia de justiça enquanto igualdade substantiva ao pólo vulnerável da relação.

Acerca da figura do investidor-consumidor de fundos de investimento, adotando uma postura maximalista em relação ao conceito de destinatário final, e ainda que aleatória e sujeita a riscos a contratação, o *principal* pode assim ser considerado dada a sua vulnerabilidade na relação. Até porque, a despeito de a instituição administradora dos fundos de investimento se comprometer a realizar a gestão de forma segura e transparente, empreendendo os melhores esforços para a efetivação da rentabilidade do investimento, caso haja qualquer prática que desvirtue a decisão e os anseios normalmente esperados pelo pequeno investidor, caberá a aplicação das normas do CDC como elo de proteção e defesa desse investidor-consumidor.

Desta feita, embora a resposta estatal codificada moderna tenha permeado por uma importância demasiada ao patrimônio, de cunho expressamente liberal e conservadora, a regulação das relações jurídicas passa por uma preocupação com a proteção da figura humana, da pessoa, fenômeno ora denominado de despatrimonialização. Uma vez que o sistema estritamente codificado relega pouca força às premissas valorativas e principiológicas, provocando débeis réplicas às transformações dos dias atuais, a edição de microsistemas e subsistemas jurídicos mais flexíveis acabam recebendo acentuada importância, seja sob a terminologia de descodificação, seja pela constitucionalização das normas privadas, dinamicamente mais amoldadas às mudanças sociais e juridicamente mais céleres e interligadas à dignidade da pessoa humana, como é o caso das do Código de Proteção e Defesa do Consumidor.

O fenômeno da despatrimonialização ganha, portanto, espaço nas

relações jurídicas, de tal sorte que a responsabilidade do fornecedor de investimentos abrange o dever de segurança aos serviços e produtos por ele prestados. *In casu*, a efetiva tutela do consumidor passa de postulado constitucional (art. 5º, XXXII) a microssistema legislativo, com valiosas determinações para a proteção da sociedade de consumo e reequilíbrio das relações contratuais.

Especificamente aplicados à seara contratual, princípios como os da transparência, da boa-fé, da função social e da equidade intencionam, então, reequilibrar o jogo mercadológico, advogando em defesa da sinceridade informacional, da honestidade e lealdade contratual e da justa medida entre direitos e deveres dos contratantes. Como resultado, os postulados do formalismo positivista e do monismo jurídico restam-se relativamente ultrapassados, incapazes, no mínimo, de fornecer as devidas respostas às profundas transformações socioeconômicas sentidas no contexto contemporâneo das relações jurídicas. A falsa visão de igualdade existente entre as partes, de liberdade formal e de completude do sistema mostram-se latentes, desconectadas da realidade a tal ponto de se enxergar na descodificação do Direito e no vigor de subsistemas jurídicos a saída para uma legislação mais concreta, real e socialmente preocupada.

Assim, amplia-se inclusive a defesa do investidor para além da Constituição e do próprio Código de Proteção e Defesa do Consumidor, considerando inclusive regras estabelecidas por organismos hetero e endorregulados. A expectativa é a proteção do investidor de fundos de investimento por meio dos *enforcements* público e privado das normas legais e contratuais, que, nomeadamente estabelecidos pelas Instruções da CVM e pelo Código ANBIMA de regulação e melhores práticas para Fundos de Investimento, também denotam uma ainda necessária internalização de outras normas sociais e morais capazes de favorecer um clima de confiança no mercado informacional.

Seja através de políticas de *Chinese wall* ou mesmo de *compliance*, os próprios fundos de investimento têm de empreender sistemas de controle interno em relação à sua gestão, para a devida e correta disponibilização de informações aos investidores. Além disso, devem atentar para uma formalização contratual que, embora de adesão, considere todos os níveis e qualidades inerentes à informação que deve ser prestada ao investidor, visto que, de todo modo, situações de massa como essa sempre serão interpretadas favoravelmente ao pólo vulnerável.

A informação deve ser fidedigna, detalhada, tempestiva e clara, denunciando a configuração de um ambiente nomeadamente marcado pela confiança e pela segurança jurídico-social. Busca-se efetivar um novo arranjo institucional que, pautado na resolução de conflitos e de problemas de ação coletiva, almeja reduzir as incertezas inerentes às interações humanas demandadas com os fundos de investimento.

Em outros termos, a combinação de forças deve partir de um sentido inclusivo, considerando não apenas a normatização cara ao Código de Proteção e Defesa do Consumidor ou à CVM ou mesmo à ANBIMA, mas, ao contrário, a confluência de poderes tendentes à efetivação do direito do investidor-consumidor enquanto proteção regulatória. Isso porque, o processo não deve se qualificar necessariamente maximizador da eficiência alocativa e distributiva dos recursos do mercado financeiro, mas principalmente maximizador do bem-estar da coletividade investidora.

## REFERÊNCIAS

AGUILLAR, Fernando Herren. *Direito econômico: do direito nacional ao direito supranacional*. São Paulo: Atlas, 2006.

ALMEIDA, João Batista de. *A proteção jurídica do consumidor*. 6. Ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Saraiva, 2008.

ALTERINI, Atílio Aníbal. *La inseguridad jurídica*. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1993.

ALVES JÚNIOR, Antônio José; FILHO, Fernando Ferrari; PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional: uma abordagem pós-keynesiana. *Economia Contemporânea*, v. 4, n. 1, p. 79-106, 2000.

ANDREZO, Andréa Fernandes. LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos atuais e conceituais*. São Paulo: Pioneira, 1999

ATIYAH, P. S. *Essays on contract*. Oxford: Clarendon Paperbacks, 1986.

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

BECK, Ulrich. Risk society revisited: Theory, Politics, and Research Programmes. *The Risk Society and Beyond*. London: Sage Publications, 2000.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. TAVARES, Maria da Conceição; LUIZ, José (Orgs.). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, v.1, p. 151-193, 1997.

BOBBIO, Norberto. *Teoria do ordenamento jurídico*. Brasília: UNB, 1999.

\_\_\_\_\_; PASQUINO, Gianfranco; MATTEUCCI, Nicola. *Dicionário de Política*. Vol. I. 11. Ed. Brasília : UNB. 2001.

BONAVIDES, Paulo. *Curso de direito constitucional*. 22. ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

\_\_\_\_\_. *Do estado liberal ao estado social*. 7. ed. São Paulo: Malheiros, 2004.

BOURGOIGNIE, Thierry. A política de proteção do consumidor: desafios à frente. Tradução do Grupo de Pesquisa CNPq Mercosul e Direito do Consumidor. *Revista de Direito do Consumidor*. n. 41. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

BOYLE, Phelim; BOYLE, Feidhlim. *Derivatives: the tools that changed finance*. London: Risk Books, 2001.

CALAIS-AULOY, Jean; STEINMETZ, Frank. *Droit de la consommation*. Paris: Dalloz, 2003.

CARNOY, Martin. *Estado e Teoria Política*. 2. Ed. São Paulo: Papyrus, 1988.

CARVALHO, Fernando J. Cardim; SOUZA, FRANCISCO Eduardo Pires de; SICSÚ, João et. al. *Economia monetária e financeira*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CLARK, Giovani; NASCIMENTO, Samuel Pontes do; CORRÊA, Leonardo Alves. *Estado regulador: uma (re)definição do modelo brasileiro de políticas públicas econômicas*. Disponível em: <[http://www.conpedi.org/manaus/arquivos/anais/salvador/giovani\\_clark-1.pdf](http://www.conpedi.org/manaus/arquivos/anais/salvador/giovani_clark-1.pdf)>. Acesso em: 14/04/2010.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. Volume 1. 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Cadernos CVM: Fundos de investimento*. Junho de 2005.

COMISSÃO NACIONAL DE BOLSAS. *Mercado de capitais: o que é, como funciona*. 5. reimpr. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

COMMISSION adopts legislative proposals to strengthen financial supervision in Europe. Disponível em: <<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/1347&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>>. Acesso em: 14 de setembro de 2010.

CONEXÃO RTM. *Informativo mensal da Rede de Telecomunicações para o Mercado*. Nº. 132. Out./Nov. 2009. Disponível em: <<http://www.rtm.net.br/out-nov%2009.pdf>>. Acesso em: 15/05/2010.

CONHEÇA o que são fundos de investimentos. *O Estado de São Paulo*. São Paulo, 29 de maio de 2002.

COOTER, Robert D. Innovation, information and the poverty of nations. *Berkeley Program in Law and Economics*, Working Paper Series, n. 175, 2005.

CORAZZA, Gentil. Globalização financeira: a utopia do mercado e a re-invenção da política. *Economia – Ensaios*, Universidade federal de Uberlândia, Uberlândia, v. 19, n. 02, p. 125-140, 2005, p. 125. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2003/artigos/A24.pdf>> Acesso em: 17 out. 2008.

CORTIANO JÚNIOR, Eroulths. Alguns apontamentos sobre os chamados direitos da personalidade. FACHIN, Luiz Edson (coord.). *Repensando Fundamentos Do Direito Civil Brasileiro Contemporâneo*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p.31-56.

CRANSTON, Ross. *Principles of banking law*. Oxford: Clarendon Press, 1997.



DIAS, Luciana Pires. *Regulação e auto-regulação no mercado de valores mobiliários*. Dissertação (Mestrado e, Direito Comercial). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

DOBB, Maurice. *A evolução do capitalismo*. 9. ed. Rio de Janeiro: LTC, 1987.

DOTTA, Eduardo Montenegro. *A responsabilidade dos administradores de fundos de investimento no novo código civil*. São Paulo: Textonovo, 2005.

EISENHARDT, K. M. Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*. v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

EWALD, François. A concept of social law. *Dilemmas of law in the welfare state*. Berlin: European University Institute, 1985.

FACHIN, Luiz Edson. *Estatuto jurídico do patrimônio mínimo*. 2ª ed. atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

FAMA, Eugene Francis. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*. Cambridge, v. XXV, p.383-417, may 1970.

FEITOSA, Maria Luiza Pereira de Alencar Mayer. *Paradigmas inconclusos: os contratos entre a autonomia privada, a regulação estatal e a globalização dos mercados*. Coimbra: Coimbra, 2007.

FERRAZ JUNIOR, Tércio Sampaio. *Estudos de filosofia do direito*. São Paulo: Atlas, 2002.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 12. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. Racionalidade da Regulamentação e Supervisão Bancária: Uma Interpretação Heterodoxa. SOBREIRA, R. (org) et al. *Regulação Financeira e Bancária*. São Paulo: Atlas, 2005.

FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. Tese (Doutorado em Direito). São Paulo: USP, 2004.

\_\_\_\_\_. Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento. *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. Coord. Roberto Quiroga Mosquera. São Paulo: Dialética, 1999.

GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Livraria e editora universitária de direito, 2001.

GASTINEAU, Gary L.; KRITZMAN, Mark P. *Dicionário de administração de risco financeiro*. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 2000.

GENTILE, Giulio. *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*. Cedam: Padova, 1989.

GIDDENS, Anthony. *As conseqüências da modernidade*. São Paulo: Unesp, 1991.

GONÇALVES, Carlos Roberto. *Comentários ao código civil*. Volume XI. Saraiva: São Paulo, 2003.

GONÇALVES, Maria Augusta Salin. Teoria da ação comunicativa de Habermas: possibilidades de uma ação educativa de cunho interdisciplinar na escola. *Educação & Sociedade*, ano XX, nº 66, Abril/99, p. 130. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/es/v20n66/v20n66a6.pdf>>. Acesso em: 07 de setembro de 2010.

GONÇALVES, Rogério Magnus Varela. Os direitos fundamentais e sua validade no âmbito das relações privadas. *Prim@ Facie*. 2006. Disponível em: <<http://www.ccj.ufpb.br/primafacie/prima/artigos/n5/direitos.pdf>>. Acesso em: 06/08/2009.

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2005.

GURLEY, J. G.; SHAW, E. S. *Money in a theory of finance*. Washington: Brookings Institution, 1960.

HABERMAS, Jürgen. *A crise de legitimação do capitalismo tardio*. Rio de Janeiro : Tempo Brasileiro, 1980.

\_\_\_\_\_. *Técnica e ciência como ideologia*. Lisboa: Edições 70, 1987.

HARVEY, David. *Condição pós-moderna: uma pesquisa sobre as origens da mudança cultural*. São Paulo: Loyola, 1994.

HELSTER, Donald D. On the theory of financial intermediation. *The economist*. Volume 142, Number 2 / May, 1994. p. 133-149.

HOUAISS, Antônio; VILAR, Mauro de Salles. *Dicionário Houaiss da língua portuguesa*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2001.

INCERTEZAS fabricadas: *Entrevista com o sociólogo alemão Ulrich Beck*.

Disponível em:

<[http://amaivos.uol.com.br/amaivos09/noticia/noticia.asp?cod\\_Canal=41&cod\\_Noticia=7063](http://amaivos.uol.com.br/amaivos09/noticia/noticia.asp?cod_Canal=41&cod_Noticia=7063)>. Acesso em: 12/11/2011.

INFORMATIVO ANBIMA. Ano 1, nº 1, dezembro/2009. Disponível em: <[http://www.anbima.com.br/publicacoes/arqs/200912\\_informativo.pdf](http://www.anbima.com.br/publicacoes/arqs/200912_informativo.pdf)> Acesso em: 20/04/2010

JENSEN, M.C. e MECKLING, W.H. Theory of firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 11-25, 1976.

JENSEN, Michael. Self-interest, altruism, incentives and agency theory. *Journal of applied corporate finance*, 7(summer), p. 40-45, 1994.

JOSEPH Stiglitz: sem meias palavras. Disponível em: <<http://ondasfinanceiras.blogspot.com/2008/10/joseph-stiglitz-sem-meias-palavras.html>>. Acesso em: 12 jan. 2011.

KIMURA, Herbert. Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais. *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 2, n. 1, feriado/junho 2003.

KNIGHT, Frank H. *Risk, uncertainty and profit*. Washington: Beard Group, 2002.

KRUGMAN, Paul. *A crise de 2008 e a economia da depressão*. Trad. De Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

KUHN, Thomas. *The structure of scientific revolutions*. Chicago: Chicago University Press, 1970.

KUTTNER, Robert. *Tudo à venda: as virtudes e os limites do mercado*. Trad. de Cláudio Weber Abramo. São Paulo: Companhia das Letras, 1998.

LISBOA, Roberto Senise. Responsabilidade civil nas relações de consumo. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

LUHMANN, Niklas. *El derecho de la sociedad*. México: Universidad Iberoamericana, 2002.

\_\_\_\_\_. *Legitimação pelo procedimento*. Tradução de Maria da Conceição Côrte-Real. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1980.

MACAULAY, Stewart. Non contractual relations in business: a preliminary study. *American sociological review*, Wisconsin, v. 28, n.1, p. 1-19, fev. 1963.

MACEDO JÚNIOR, Ronaldo Porto. *Contratos relacionais e defesa do consumidor*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

MANKIWI, N. *Macroeconomia*. Rio de Janeiro, LTC, 1998.

MARQUES, Cláudia Lima. *Contratos no código de defesa do consumidor*. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999.

MATTOS FILHO, Ary Osvaldo. Conceito de Valor Mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, econômico e Financeiro*, n. 59, ano XXIV, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1985.

MARX, Karl; ENGELS, Friedrich. *Capital: o processo de produção capitalista como um todo*. Vol. III. Disponível em: <<http://translate.google.com.br/translate?hl=pt-BR&langpair=en%7Cpt&u=http://www.marxists.org/archive/marx/works/1894-c3/index.htm>>. Acesso em: 06/02/2010.

MESSINEO, Francesco. *Il contratto in genere*. v. 1. Milano: Giuffrè, 1973.

MILHAULT, C.; PISTOR, K. *Law and capitalism: what corporate crises reveal about legal systems and economic development around the world*. Chicago: Chicago Press, 2008, p. 17-25.

MISHKIN, Frederic S. Prudential Supervision: why is it important and what are the issues? MISHKIN, Frederic S. *Prudential supervision: what works and what doesn't*. Chicago: National Bureau of Economic Research, 2001.

MONTEIRO, Rogério. Responsabilidades do administrador de fundos de investimento. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. Ano 8. n. 30. Outubro-dezembro de 2005.

MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de Direito civil*. 34. ed. atual. por Carlos Alberto Dabus Maluf e Regina Beatriz Tavares da Silva. v. 5. São Paulo: Saraiva, 1997.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.

MOREIRA, Vital. *Auto-regulação profissional e administração pública*. Coimbra: Almedina, 1977.

NELSON, P. Informational and consumer behavior. *Jornal of Political Economy*, nº. 78, p. 311-379, 1970.

NETO, Andrea de Sarno; DAUD, Felipe Taufik. Por que obedecer? O desenvolvimento do mercado de valores mobiliários em um ambiente de incerteza jurídica. *Poder judiciário e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2008.

NORTH, Douglas C. *Institutions, institutional change and economics performance*. New York: Cambridge University Press, 1990.

NUNES, Antônio José Avelãs. *Neoliberalismo e direitos humanos*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

NUNES, Luis Antonio Rizzatto. *Curso de direito do consumidor*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

OHMAE, Kenichi. *La fine dello stato-nazione: l'emergere delle economie regionali*. Trad. Di Enrica Angelini. Milano: Baldini & Castoldi, 1996

PASTORE, Afonso Celso; PLNOTTI, Maria Cristina. A crise de 2008 e o Brasil. In: Fórum Nacional – Edição Extraordinária. Sobre o domínio da insegurança (crise global). INAE - Instituto Nacional de Altos Estudos. 3 e 4 de dezembro de 2008. Disponível em: <[http://www.inae.org.br/trf\\_arq.php?cod=EP02590](http://www.inae.org.br/trf_arq.php?cod=EP02590)>. Acesso em: 14 de setembro de 2010.

PERRICONE, Sheila. Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*, São Paulo, ano 4, n. 11, p. 80-101, jan.-mar. 2001.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. 2. reimpressão. Rio de Janeiro: Elsevir, 2005.

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

PINTO, Luís Felipe de Carvalho. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. Dissertação (Mestrado em Direito). São Paulo: USP, 2002.

PIOVESAN, Flávia; IKAWA, Daniela. Segurança jurídica e direitos humanos: o direito à segurança de direitos. ROCHA, Carmen Lucia Antunes. *Constituição e segurança jurídica: direito adquirido, ato jurídico perfeito e coisa julgada (estudos em homenagem a José Paulo Sepúlveda Pertence)*. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2005.

PONTES, Aloysio Lopes. *Instituições financeiras privadas*. Rio de Janeiro: Forense, 1973.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado: parte especial*. V. 51. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985.

QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. O conceito de valor mobiliário e a competência da comissão de valores mobiliários e do Banco Central do Brasil. MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.

RAMOS, Carmem Lucia Silveira. A constitucionalização do direito privado e a sociedade sem fronteiras. FACHIN, Luiz Edson (coord.). *Repensando os fundamentos do direito civil contemporâneo*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 03-29.

RAMSEY, Iain. *Consumer protection text and materials*. London: Weidenfeld and Nicolson, 1989.

RESGATES a bancos socorrem acionistas e banqueiros, diz Stiglitz. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/economia/resgates-bancos-socorrem-acionistas-banqueiros-diz-stiglitz-467491.html>>. Acesso em: 14 de setembro de 2010.

ROCHA, Tatiana Nogueira da. *Fundos de investimento e o papel do administrador: a indústria dos fundos no mercado brasileiro e a liberdade para agir, os poderes e obrigações dos seus administradores*. São Paulo: Textonovo, 2003.

RODRIGUES, Sílvio. *Direito Civil*. Volume IV. 19. Ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco. *Mercado de capitais*. Belo Horizonte: CNB, 1996.

RUY, Fernando Estevam Bravim. *Proteção jurídica do investidor-consumidor*. mercado de capitais e fundos de investimento. 2005. Dissertação (Mestrado em Direito e Economia). Curso de Mestrado, Universidade Gama Filho, Rio de Janeiro.

SADDI, Jairo. *Crise e regulação bancária:navegando mares revoltos*. São Paulo: Textonovo, 2001.

SANDRONI, Paulo. *Novíssimo dicionário de economia*. 14. Ed. São Paulo: Best Seller, 2004.

SARLET, Ingo Wolfgang. *A eficácia dos direitos fundamentais*. 6 ed., Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2006.

SARMENTO, Daniel. *Direitos fundamentais e relações privadas*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2004.

SCHAPIRO, Mário Gomes. Governança administrativa, dinâmica institucional e financiamento industrial no Brasil: novos parâmetros, velhos problemas. *Artigos Direito GV*, n. 55, mai 2010. Disponível em: <<http://virtualbib.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/6617/working%20paper%205.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 02 fev. 2011.

SENN, Jean Patrice. *Les Sociétés d'investissement em droit français et comparé*. Paris, 1958, n°3, p. 2.

SHARPE, William F; ALEXANDER, Gordon J.;BALLEY, Jeffery V. *Investments*. 5. ed. New Jersey: Prentice Hall, 1995.

SILVA, Caio Mário da. *Responsabilidade Civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1998.

SILVA, Jorge Alberto Quadros de Carvalho. *Código de defesa do consumidor anotado e legislação complementar*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

SILVA, Rodrigo Alves da. Os fundos de investimento financeiro à luz do código de defesa do consumidor. *Revista de Direito Privado*. Ano 4. jan.-março de 2003. pp. 187-249.

SOBRINHO, Carlos Augusto Ferreira Alves. *Fundos de investimento no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial). São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2006.

STEINMETZ, Wilson. *A vinculação dos particulares a direitos fundamentais*. São Paulo: Malheiros, 2004.

STRENGER, Irineu. *Contratos Internacionais do Comércio*. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Ltr, 1998.

SZTAJN, Rachel. Quotas de fundos imobiliários: novo valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, v. 93, p. 104-108, jan./mar. 1994.

\_\_\_\_\_; ZYLBERSZTAJN, Decio; DE AZEVEDO, Paulo Furquim. Economia dos contratos. Decio Zylbersztajn e Rachel Sztajn.(Org.) *Direito e economia*. 2. reimpressão. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

TAVARES, Maria da Conceição. *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro*: ensaios sobre economia brasileira. 10. ed. Rio de Janeiro: Zahar editores, 1982.

TEPEDINO, Gustavo. Crise de fontes normativas e técnica legislativa na parte geral do Código Civil de 2002. TEPEDINO, Gustavo (org.). *A parte geral do novo Código Civil*: estudos na perspectiva civil-constitucional. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. XV – XXXIII.

TEUBNER, Gunther. *Le droit réflexif*. Paris : LGDJ, 1987.

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

UNGER, Roberto Mangabeira. *The false necessity*. New York: Cambridge University, 1987.

VANHAECKE, Michel. *Les Groups de sociétés*, Paris, 1962, n°37, p. 44.

WALD, Arnaldo. A culpa e o risco como fundamentos da responsabilidade pessoal do diretor do banco. *Revista de Direito Mercantil*. São Paul, n. 24, ano XV, 1976.

\_\_\_\_\_. Da natureza jurídica do fundo imobiliário. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo: v. 80, p. 15-23, out. dez. 1999.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

ZANOTTA, Alexandre. *Regulação e auto-regulação no mercado de capitais brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial). São Paulo: PUC, 2005.