

Interessado: Santander Banespa Asset Management DTVM Ltda

Assunto: Consulta sobre o art. 64, V, da Instrução CVM nº 409/04

Diretor-Relator: Sergio Weguelin

RELATÓRIO

Sumário

1. Trata-se de consulta apresentada por Santander Banespa Asset Management DTVM Ltda. ("Santander Asset" ou "Consulente") acerca da possibilidade de criar um fundo de investimento com garantia de uma rentabilidade mínima aos clientes, sem que fosse infringido o art. 64, inciso V, da Instrução CVM nº 409/04 (fls. 01/04). A garantia seria prestada por uma instituição coligada, o Banco Santander Banespa S.A ("Banco Santander"), que utilizaria seus próprios ativos como meio de proteção, "*observadas determinadas condições, por meio de mecanismo ainda em estudo*".

A Consulta

2. O Consulente inicia sua consulta com a identificação de duas principais razões que, em sua opinião, explicam a vedação de promessa de rendimento predeterminado aos cotistas de fundo de investimento, imposta pelo art. 64, inciso V, da Instrução CVM nº 409/04⁽¹⁾:
 - i. evitar o tratamento discriminatório entre cotistas, uma vez que seriam beneficiados os cotistas que eventualmente, num momento de perda do patrimônio do fundo, resgatasse suas cotas antes de outros cotistas, já que para estes outros cotistas, quando posteriormente resgatasse suas cotas, poderia não haver patrimônio suficiente ao pagamento da rentabilidade prometida; e
 - ii. coibir a possibilidade de o administrador iludir o cotista e o mercado como um todo, ao garantir uma rentabilidade que não pode cumprir, pelo simples fato de que a rentabilidade dos fundos depende diretamente dos ativos que compõem seu patrimônio, os quais estão sujeitos a fatores de mercado que estão fora do controle do administrador.
3. De acordo com o entendimento do Consulente, nenhum dos objetivos acima apontados seria frustrado se um terceiro pudesse proteger o principal investido pelos cotistas ou lhe garantir um rendimento mínimo, seja por meio de opções de venda de cotas ou outro mecanismo. Não se estaria garantindo a rentabilidade do fundo em si, mas "*simplesmente o retorno do cotista ou a proteção do principal investido*".
4. Assim, o Santander Asset pretende constituir um fundo, com garantia de rendimento mínimo, obrigação que será assegurada pelo Banco Santander, com seus próprios ativos, observadas determinadas condições, por meio de mecanismo ainda em estudo. Tal hipótese, segundo o Consulente, não caracterizaria promessa de rendimento predeterminado aos cotistas pelo administrador do fundo, não sendo aplicável a vedação do art. 64, inciso V, da Instrução CVM nº 409/04.
5. Para embasar a argumentação, o Consulente menciona o Processo CVM nº RJ 2005/3161, apreciado em 12.07.05, sobre a eventual infração ao dispositivo acima mencionado, por parte de um fundo de investimento que combinaria a aplicação em um fundo multimercado com seguro sem custos ao investidor, que lhe garantiria determinado rendimento. O seguro em questão, de forma semelhante à que aqui se discute, não seria garantido com o patrimônio do fundo.
6. A conclusão da CVM no caso foi: "*não há indícios de infração à Instrução CVM nº 409, uma vez que não ficou caracterizada nem a promessa de rendimento predeterminado aos cotistas nem o uso de recursos do fundo para o pagamento de seguro contra perdas financeiras por ele eventualmente sofridas*".
7. O Consulente menciona ainda o Processo CVM nº RJ 2001/1803, em que também foi examinada uma situação similar à da presente consulta. Nesta oportunidade, teria sido aprovada a garantia de rendimento mínimo em oferta de distribuição secundária de cotas de fundo de investimento mobiliário. Embora os fundos de investimento imobiliários estejam sujeitos à Instrução CVM nº 205/94, este normativo conteria vedação análoga à Instrução CVM nº 409/04.
8. Indo além, o Consulente compara a garantia que o Santander pretende instituir em favor dos cotistas do fundo em questão ao procedimento utilizado nos PIBBs (Papéis de Índice Brasil – Bovespa) e no POP (Proteção ao Investimento com Participação), da Bovespa.
9. Por fim, são mencionadas regras adotadas na Espanha para a regulação do mercado. Neste país, é aceita a garantia de rentabilidade para "*assegurar que o valor integral de liquidação da participação do investidor no fundo no vencimento da garantia seja, no mínimo, igual ao valor de liquidação no início da garantia*".
10. Com base nestes argumentos, requer-se a manifestação da CVM sobre seu entendimento quanto à possibilidade de criação do fundo de investimento com garantia de rentabilidade mínima nas condições descritas.

A Posição da SIN

11. A Superintendência de Relações com Investidores Institucionais ("SIN") entende que os precedentes citados (Processo CVM nº RJ 2005/3161 e Processo CVM nº RJ 2001/1803) reportam a casos diversos, nos quais se faziam presentes premissas específicas não aplicáveis a este caso (fls. 54/55).
12. No caso do PIBB, a garantia de rentabilidade decorria de uma política governamental de incentivo àquele investimento e, no caso do POP, a garantia não era prestada por algum agente envolvido, mas pela própria estrutura da operação. Ainda com relação ao POP, ponderou-se que o ofertante, por não ser administrador de fundo, não estava sujeito "*aos relevantes conflito de interesse que contrapõem o risco assumido pelo administrador do fundo, relacionados à garantia que oferece de rentabilidade mínima, com a obrigação de que opere aqueles recursos sob um regime de melhores esforços*".
13. Por tratar-se de instituição financeira – prossegue a SIN – haveria de se avaliar se a implementação da proposta representaria prática vedada pelo art. 6º, inciso III, da Resolução CMN nº 3334/05⁽²⁾, já que esta poderia ser vista como um aporte indireto de recursos em fundos administrados pela própria instituição financeira.

14. A SIN entende, também, "que persiste a obrigação do administrador, na forma exigida pelo artigo 74 da Instrução CVM nº 409/04, de não assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou isenção de riscos ao investidor, o que lhe vedaria sugerir no material publicitário do fundo, por exemplo, alguma garantia de rentabilidade certa e inequívoca, uma vez que se encontrará este sempre sujeito aos riscos inerentes ao próprio conceito intrínseco de um investimento de risco".
15. Daí, uma garantia como a exposta descaracterizaria a própria natureza do fundo de investimento, "criado como um mecanismo de desintermediação bancária que sempre objetivou possibilitar, a uma comunhão de investidores com objetivos comuns refletidos no regulamento do fundo, o acesso direto e com ganhos de escala àqueles tomadores de recursos que emitem títulos no mercado financeiro e de capitais para financiamento de suas operações e atividades".
16. "Assim, ficaria até mesmo, em um caso como o apresentado, a própria cota do fundo distante da concepção de um valor mobiliário, conforme estabelecido pela Lei nº 6.385/76, pois que passaria a significar um título cuja garantia adjacente possuiria natureza eminentemente bancária, como vemos ocorrer em um Certificado ou mesmo em um Recibo de Depósito Bancário" (fls. 55).

É o Relatório.

VOTO

Razão da Proibição

1. A Consulta se inicia com a exposição de duas possíveis razões que justificariam a vedação à promessa de rendimento predeterminado aos cotistas:
 - i. a preservação do tratamento equitativo entre os cotistas, que ficaria prejudicado se o patrimônio do fundo (isto é, da coletividade dos cotistas) fosse onerado para recompor o prejuízo da parcela de cotistas que se antecipasse aos demais ao solicitar o resgate; e
 - ii. o fato de que o rendimento do fundo é indissociável do rendimento dos ativos que compõem sua carteira, sobre os quais o administrador não tem controle, de modo que qualquer promessa feita seria ilusória.
2. Creio que a primeira razão apontada não é a que verdadeiramente está por trás da vedação em questão.
3. Em primeiro lugar, porque este argumento só se aplicaria aos fundos abertos, como o próprio Consulente reconhece, mas a proibição vale para fundos abertos e fechados.
4. Em segundo lugar, porque já há outros comandos na Instrução CVM nº 409 que vedariam a conduta descrita pelo Consulente. O art. 10 [\(3\)](#), § 1º, por exemplo, estabelece a igualdade de direitos entre os cotistas. O § 2º deste mesmo artigo, combinado com o art. 15, inciso II [\(4\)](#), determina que o resgate será feito em função do valor da cota que, por seu turno, é calculada sobre a totalidade do patrimônio líquido do fundo. Há, ainda, o dever fiduciário do administrador em relação a todos os cotistas, previsto no art. 65-A [\(5\)](#).
5. A meu sentir, a lógica que está realmente a presidir a proibição de promessa de rentabilidade é a indicada no item (ii) acima, ou seja, a impossibilidade de o administrador assegurar a promessa que viesse a fazer. É sob este prisma que deve ser interpretado o art. 64, inciso V, da Instrução CVM nº 409.

Interpretação Proposta

6. Minha leitura do dispositivo em questão é que a promessa de rentabilidade de que ali se trata é a promessa leviana e ilusória, que sugere a isenção de riscos do investimento. Caso se esteja diante de uma perspectiva de rentabilidade aferível por parâmetros estritamente objetivos e antecipadamente conhecidos, não haveria sequer que se falar em "promessa", ficando afastada a vedação em análise.
7. Parâmetros objetivos e antecipadamente conhecidos não devem ser confundidos com a mera expectativa, opinião ou desejo do administrador (ainda que teoricamente fundamentados). É necessário que haja mecanismos que permitam alcançar a rentabilidade almejada, a despeito de oscilações típicas de mercado, ou seja, mecanismos como uma opção de venda das cotas por preço preestabelecido, contratos de seguro, etc.
8. Qualquer que seja a forma de garantia adotada, é importante que se deixe clara sua natureza e extensão, incluindo advertência de que sua adoção não exclui completamente o risco de a rentabilidade visada não ser atingida.
9. Esta mesma lógica também vale para a divulgação de informações de venda e distribuição, reguladas pelo art. 74 do mesmo normativo [\(6\)](#).
10. As decisões anteriores da CVM vão neste mesmo sentido, embora em alguns casos evocando argumentos ligeiramente diferentes.

Análise dos Precedentes

11. **Processo CVM nº 2005/3161.** No Processo CVM nº 2005/3161, discutiu-se a possível violação a esta regra por parte de um fundo que oferecia aos cotistas um seguro facultativo e gratuito, apartado da estrutura do fundo (por isso sequer mencionado no prospecto e no regulamento), que assegurava rendimento igual ao da poupança para o cotista que mantivesse seu investimento no fundo pelo prazo de 2 anos.
12. Aventou-se, ainda, a possibilidade (não comprovada) de o administrador ter sido remunerado através de um incremento da taxa de administração do fundo, cobrada durante todo o período mínimo de dois anos de aplicação que o investidor se comprometeu a observar (e paga, inclusive, por aqueles que não obtiveram o benefício da proteção [\(7\)](#)).
13. Acompanhando a posição da SIN, o Colegiado concluiu não haver indícios de violação à proibição de promessa de rentabilidade porque o regulamento e o prospecto alertavam para a possibilidade de perdas e não mencionavam o seguro.
14. Revendo a decisão do Colegiado, da qual participei, vejo que ela poderia ter sido mais clara quanto à necessidade de divulgação deste seguro, que afinal era uma característica importante associada ao fundo.
15. De qualquer modo, prevaleceu a interpretação de que a menção à possibilidade de perdas descaracterizava a promessa de rentabilidade e de que não estava caracterizado o uso de recursos do fundo para pagamento de perdas financeiras.
16. **Processo CVM nº 2001/1803.** No Processo CVM nº 2001/1803, foi examinado o caso de um fundo de investimento imobiliário [\(8\)](#) que se propunha a pagar aos cotistas o valor mensal de 1,25% do valor de venda da cota; caso o rendimento do fundo ficasse aquém deste valor, a ofertante secundária das cotas comprometia-se a complementar a diferença.

17. O Colegiado concluiu pela legalidade deste procedimento, tendo em vista que a promessa não era feita pelo fundo, mas sim pela ofertante secundária. Frisou-se, ainda, que a remuneração era um "plus", que não se traduz em rendimento prefixado, e que decorria de contrato separado do fundo imobiliário em si.
18. Assim, o primeiro argumento utilizado coincide com um ponto bastante enfatizado pelo Consulente – o de que a garantia provinha de um terceiro. O argumento é amparado pela interpretação literal do art. 64, e de seu inciso V, da Instrução CVM nº 409, que dispõem que o administrador não poderá "em nome do fundo (...) prometer rendimento predeterminado aos cotistas".
19. De fato, uma eventual garantia concedida pelo fundo ou seria fictícia, inviável na prática (porque os ativos do fundo estariam garantindo-se a si mesmos), ou só poderia ser honrada se privilegiasse alguns cotistas às custas de outros, o que não é possível, como exposto no item 4 deste voto.
20. O outro ponto evocado na decisão do Colegiado – também explorado pelo Consulente – é que o rendimento prometido não é predeterminado (termo utilizado pela norma), mas sim um rendimento mínimo.
21. Parece-me, porém, que, há aqui um jogo de palavras para escapar à literalidade do comando que institui a vedação.
22. A única distinção que poderia vislumbrar entre as duas espécies de rendimento – a possibilidade de que o rendimento mínimo venha a superar o prometido inicialmente – não é um fator que leve a afastar a proibição em questão, e sim a reforçá-la. Do ponto de vista de quem pretende infringir a norma e prometer uma rentabilidade ilusória, faz muito mais sentido oferecer um rendimento mínimo (dando a entender que eventualmente a promessa poderia ser até mesmo excedida) do que prometer um rendimento fixo.
23. **PIBB e POP.** Há ainda os conhecidos casos do PIBB e do POP, que apresentavam garantias de rentabilidade aos investidores, que foram aprovados pela CVM, em linha com o argumentado acima⁽⁹⁾. Com relação ao POP, por exemplo, a aprovação foi condicionada a alguns ajustes no tocante à divulgação das características da proteção do investidor, como por exemplo, a divulgação de que (i) a proteção do investimento advém da combinação, em um mesmo produto, das estratégias de investimento, e não da contratação de um seguro ou de outra espécie de garantia; e (ii) que a efetividade desta estratégia só subsistiria se os ativos financeiros combinados não fossem negociados separadamente (Processo CVM nº RJ 2006/5968).
24. **Posição da SIN em relação aos precedentes.** A SIN procura demarcar diferenças entre o caso sob análise e os precedentes acima apontados.
25. Uma primeira distinção seria que, em alguns dos casos, a instituição que oferece a garantia não seria o administrador do fundo, portanto, supostamente menos suscetível ao conflito de interesses entre o risco assumido na outorga da garantia e a obrigação de operar os recursos sob um regime de melhores esforços.
26. Não consigo identificar o alegado conflito de interesses. Pelo contrário, ao assegurar um determinado patamar de rentabilidade – e, portanto, se submeter a um ônus maior na hipótese de desvalorização dos ativos do fundo –, o administrador reforça o alinhamento, não o conflito, entre os seus interesses e os dos cotistas.
27. Outra diferença apontada pela SIN seria o mecanismo pelo qual a garantia é prestada. No caso do POP, a garantia decorre da própria estrutura da operação que, por sinal, é autônoma e não se comunica com as aplicações dos outros investidores. No precedente em que a subscrição das cotas foi cumulada com um contrato de seguro aos cotistas, a garantia vinha da seguradora, não do administrador. No caso do presente processo, a garantia seria prestada utilizando-se ativos do Banco, embora igualmente apartados do fundo.
28. Vejo, contudo, que, para fins de apuração da observância do disposto no art. 64, inciso V, a estrutura pela qual a garantia é outorgada aos cotistas é indiferente, desde que atendidos os requisitos de segregação das fontes de garantia e de detalhamento dos riscos e mecanismos utilizados, como exposto acima. Além disto, ainda não foram suficientemente expostos os mecanismos concretos pelos quais o Consulente pretende garantir o rendimento dos cotistas, de modo que esta também não pode ser levantada como uma diferença importante em relação aos casos anteriores.
29. Por fim, pondera-se que no caso do PIBB havia uma "política governamental de incentivo àquele investimento". Mas nem por isso, no entanto, o fundo deixou de ser registrado pela CVM o que faz supor que tenham sido atendidas as normas que regem seu funcionamento, previstas na Instrução CVM nº 359/02⁽¹⁰⁾.

Considerações Adicionais

30. A SIN apresenta ainda outras críticas, que julgo importante comentar.
31. Em primeiro lugar, há uma certa oposição conceitual à garantia prestada por instituição financeira, devido à alegada descaracterização do fundo de investimento como mecanismo de desintermediação bancária e à sua conseqüente aproximação de mecanismos como o Certificado ou o Recibo de Depósito Bancário, o que até mesmo afastaria suas cotas da concepção de valor mobiliário, nos termos da Lei 6.385/76.
32. Exceto pela dúvida sobre o enquadramento da cota na definição de valor mobiliário – ponto a que retornarei logo adiante –, a objeção da SIN, embora contribua para enriquecer a discussão, reflete apenas um juízo de valor sobre qual deveria ser, na teoria, o papel dos fundos de investimento. Não é uma crítica que diga respeito diretamente à legalidade do produto e à proteção dos investidores, matérias nas quais a atuação da CVM deve exaurir-se, sob risco de impor a terceiros um mero capricho intelectual. O mercado poderá decidir por si só sobre a conveniência do produto e sobre a imprescindibilidade da desintermediação bancária.
33. De todo modo, se fosse necessário adentrar a discussão sobre a conveniência de tal garantia do ponto de vista conceitual, minha conclusão seria diversa da apresentada pela SIN. A proteção para a hipótese de desempenho insuficiente dos ativos do fundo representa uma alternativa para o investidor menos afeito a riscos, além de, como já dito, reforçar o alinhamento de interesses entre o administrador e os cotistas.
34. Além disto, vale observar que sempre se admitiu a cobrança de taxas de performance, que são, do ponto de vista econômico, similares à outorga, em favor do administrador, de opções de compra das cotas e reduzem o ganho do investidor em caso de valorização dos ativos. Por que então não se poderia admitir a garantia do administrador (ou de qualquer outra pessoa) a uma certa rentabilidade, que seria economicamente equivalente a uma opção de venda das cotas outorgada ao investidor?
35. Os únicos pré-requisitos aqui – insista-se – são os de que uma eventual (e esperada) remuneração da opção outorgada seja feita com recursos individualizados, apartados do fundo, e que todos os riscos relativos à possibilidade de não cobertura dos prejuízos (além daqueles inerentes ao desempenho do próprio fundo) sejam adequadamente explicitados.
36. Quanto à legalidade da garantia, a SIN suscita duas dúvidas: a primeira, já referida, é a descaracterização da cota como valor mobiliário; a

segunda é uma eventual infração ao art. 6º da Resolução CMN nº 3.334/05, caso se entenda que a garantia possa representar um aporte indireto de recursos no fundo.

37. Quanto ao enquadramento da cota como valor mobiliário, a dúvida poderia originar-se da leitura do art. 2º, § 1º, da Lei 6.385/76 [\(11\)](#), que retira do regime da referida lei os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira.
38. A meu ver, este dispositivo tem por escopo apenas evitar que os mecanismos habituais de captação de poupança popular por parte das instituições financeiras, inerentes às suas atividades de dia-a-dia, se sujeitem às formalidades previstas na Lei (por exemplo, a necessidade de registro das ofertas), o que certamente terminaria por inviabilizar tais atividades.
39. Disto não se pode extrair que qualquer garantia dada por instituição financeira a qualquer ativo vá privá-lo de seu status de valor mobiliário. Se assim fosse, as opções lançadas por instituições financeiras – por vezes até as negociadas em bolsa – não seriam valores mobiliários [\(12\)](#).
40. Quanto à segunda dúvida, entendo que a garantia em questão não representaria um aporte indireto da instituição financeira em fundo por ela administrado.
41. Mesmo que se possa superar a alegação de que o aporte beneficiará os cotistas (e não o fundo), há ainda um outro argumento, mais importante inclusive: não se trata de uma gratuidade da instituição financeira, que é o que a norma quer evitar. Pelo contrário, a instituição certamente obterá alguma compensação pelo oferecimento da garantia, seja pela majoração da taxa de administração, seja pela captação de mais clientes e recursos sob gestão, ou ainda pela apropriação de parte do rendimento futuro dos cotistas. Vale ressaltar, ainda assim, que a preocupação com a solvência das instituições financeiras é matéria afeta à área de atuação do Banco Central [\(13\)](#).
42. Por fim, observo que foram fornecidas poucas informações sobre a forma pela qual será prestada a garantia – não se sabe, por exemplo, que ativos serão utilizados e de que espécie de garantia se trata – tendo o Consultante alertado a CVM de que tais detalhes estão em estudo. Assim, vale a ressalva, embora talvez já fosse evidente e por isso desnecessária, de que um juízo definitivo sobre a legalidade de um fundo com tais características depende de informações adicionais.

É como voto.

Rio de Janeiro, 22 de janeiro de 2008.

Sergio Weguelin

[\(1\)](#) Instrução CVM nº 409/04:

"Art. 64. É vedado ao administrador praticar os seguintes atos em nome do fundo:

(...)

V – prometer rendimento predeterminado aos cotistas;"

[\(2\)](#) Resolução CMN nº3334/05:

"Art. 6º São vedados às instituições referidas no art.2º, na qualidade de administradoras ou de gestoras de carteira de fundos de investimento:

(...)

III - efetuar aportes de recursos nos fundos por elas administrados ou geridos, de forma direta ou indireta, a qualquer título, ressalvadas as hipóteses previstas nos arts. 3º, parágrafo único, e 4º e as demais expressamente admitidas nos termos da legislação e da regulamentação em vigor."

[\(3\)](#) Art. 10. As cotas do fundo correspondem a frações ideais de seu patrimônio, e serão escriturais e nominativas.

§ 1º As cotas do fundo conferirão iguais direitos e obrigações aos cotistas.

§ 2º O valor da cota do dia é resultante da divisão do valor do patrimônio líquido pelo número de cotas do fundo, apurados, ambos, no encerramento do dia, assim entendido, para os efeitos desta Instrução, o horário de fechamento dos mercados em que o fundo atue.

§ 3º (...)

[\(4\)](#) Art. 15. O resgate de cotas de fundo obedecerá às seguintes regras:

I – o regulamento estabelecerá o prazo entre o pedido de resgate e a data de conversão de cotas, assim entendida, para os efeitos desta Instrução, a data da apuração do valor da cota para efeito do pagamento do resgate;

II – a conversão de cotas dar-se-á pelo valor da cota do dia na data de conversão, observadas, se for o caso, a forma de cálculo da cota do dia admitida pelo § 3º do art. 10;

(...)

[\(5\)](#) Art. 65 –A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta:

I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão;

(...)

[\(6\)](#) Art. 74. Nenhum material de divulgação pode assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou isenção de risco para o investidor.

[\(7\)](#) Este fato, se comprovado, levantaria a questão de um possível tratamento não equitativo do fundo perante todos os seus cotistas.

[\(8\)](#) Os fundos imobiliários estão sujeitos à vedação análoga, em razão do art. 19, inciso VI, da Instrução CVM nº 205:

"Art. 19. É vedada à instituição administradora, no exercício das funções de gestora do patrimônio do Fundo e utilizando os recursos do Fundo:

(...)

VI – prometer rendimentos predeterminado aos quotistas;"

[\(9\)](#) O PIBB é um fundo de índice cujas cotas foram ofertadas em conjunto com a outorga ao investidor de uma opção de venda pelo mesmo valor da subscrição, de modo a assegurar a preservação do principal.

O POP é um produto resultante da combinação de uma ação e opções de compra e venda desta mesma ação, de tal forma a preservar uma parcela do investimento inicial, na hipótese de queda, em troca da limitação de parte do ganho, em caso de valorização da ação.

[\(10\)](#) Embora a Instrução CVM nº 359/02 não contenha, de forma tão explícita quanto às Instruções CVM nº 205 e 409, vedação à promessa de rentabilidade aos cotistas, seu art. 50 dispõe que:

"Art. 50. Sempre que o material de divulgação apresentar informações referentes à rentabilidade ocorrida em períodos anteriores, deve ser incluída

advertência, com destaque, de que:

I - a rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros; e

II - os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo fundo garantidor de crédito".

[\(11\)](#) Art. 2º (...)

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

(...)

II – os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

[\(12\)](#) Pode-se argumentar que o que faz com que estes ativos permaneçam como valores mobiliários é o fato de não serem títulos cambiais (logo não se enquadram no art. 2º, § 1º, II, da Lei 6.385/76), tendo em vista, dentre outros fatores, que o crédito neles contidos não é incondicionado. Sem pretender entrar na discussão sobre o conceito de título cambial, ainda que seja este o raciocínio, ele também se aplica ao presente caso.

[\(13\)](#) Note-se que as operações entre a instituição financeira e o fundo por ela administrado não estão vedadas, embora também acarretem um aporte de recursos da instituição no fundo, e são inclusive reguladas pela CVM, em alguns casos.