

**Insper Instituto de Ensino e Pesquisa  
LLM em Mercado Financeiro e de Capitais**

**Fernando Spina Arruda**

**FUNDOS DE INVESTIMENTO REGULADOS PELA ICVM  
409**

**São Paulo  
2013**

Fernando Spina Arruda

**Fundos de Investimento  
Regulados pela ICVM 409**

Monografia apresentada ao Programa de LLM em Mercado Financeiro e de Capitais do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós-graduação em Direito.

Área de concentração: Direito Mercado Financeiro e de Capitais

Orientador: Prof. Eduardo Montenegro Dotta – Insper

Arruda, Fernando Spina

Fundos de Investimento regulados pela ICVM 409 / Fernando Spina Arruda; orientador: Eduardo Montenegro Dotta – São Paulo: Insper, 2013.

Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito do Mercado Financeiro e de Capitais – LLM). Área de concentração: Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

1. Mercado Financeiro e de Capitais 2. Instrumentos de Investimento Coletivos 3. Fundos de Investimento

# FOLHA DE APROVAÇÃO

Fernando Spina Arruda  
Fundos de Investimento regulados pela ICVM 409.

Monografia apresentada ao Programa de LLM em Mercado financeiro e de Capitais do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós- graduação em Direito.

Área de concentração: Direito do Mercado Financeiro e de Capitais

Aprovado em: junho/2012

## Banca Examinadora

Prof. Eduardo Montenegro Dotta – Insper

Orientador

Instituição: Insper

Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. \_\_\_\_\_

Instituição: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. \_\_\_\_\_

Instituição: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_



## RESUMO

ARRUDA, Fernando Spina. **Fundos de Investimento regulados pela ICVM 409** 2013. Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em direito do Mercado Financeiro e de Capitais – LLM) - Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013.

Os fundos de investimento são espécie do gênero instrumentos de investimentos coletivos. Surgiram formalmente e na legislação brasileira na década de 50 e, desde então, sua regulamentação passou pelo Banco Central do Brasil e Comissão de Valores Mobiliários, tendo por um período a dúplice regulação e foi sendo aperfeiçoada por estes até a edição da Lei n. 10.303, de 31 de outubro e 2001, que elevou as cotas dos fundos de investimento a valores mobiliários, passado a competência sua regulamentação ser exclusiva da Comissão de Valores Mobiliários, a qual acabou por editar a Instrução CVM n. 409, de 18 de agosto de 2004, marco regulatório dos fundos de investimento.

Palavras-chave: Investimentos Coletivos; Fundos de Investimento; ICVM 409; Comissão de Valores Mobiliários.

## **ABSTRACT**

ARRUDA, Fernando Spina. **Investments Funds regulated under the ICVM 409** 2013. Monograph (LLM) – Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013

Investment funds are species of the genus collective investment schemes. Appeared formally in Brazilian legislation in the mid 50s and since then its regulations passed by the Central Bank of Brazil and the Brazilian Securities Commission (Comissão de Valores Mobiliários) has for a period regulated by both until the execution of Law no. 10.303, of October 31 and 2001, which defined as securities the quotas of investment funds, therefore Brazilian Securities Commission has received the investments funds regulations exclusivity jurisdiction, an then edit the ICVM 409, dated August 18, 2004, investments funds general rule.

Keywords: Collective investment schemes; Investment funds; CVM 409; Brazilian Securities Commission

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	9
CAPÍTULO I – INVESTIMENTOS COLETIVOS E FUNDOS DE INVESTIMENTO ..	13
1.1 Considerações Históricas dos Investimentos Coletivos e Fundos de Investimento .....	13
CAPÍTULO II - OS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO DIREITO COMPARADO ....	21
2.1 Portugal .....	21
2.2 Reino Unido .....	22
2.3 Estados Unidos.....	24
CAPÍTULO III – FUNDOS DE INVESTIMENTO NO DIREITO PÁTRIO .....	27
3.1 Aspectos Gerais .....	27
3.2 Natureza Jurídica.....	28
3.3 Organização e Funcionamento.....	32
3.3.1 Administrador .....	32
3.3.2 Gestor .....	38
3.3.3 Cotista .....	39
3.3.4 Custodiante .....	42
3.3.5 Auditoria .....	44
3.3.6 Consultores de Valores Mobiliários.....	45
3.3.7 Distribuidor .....	47
3.3.8 Agências de Classificação de Risco .....	49
3.3.9 Outros Participantes.....	51
3.4 Segregação de Atividades.....	52
3.5 Adequação de Investimento ao Perfil de Risco ( <i>Suitability</i> ) .....	55
3.6 Regulação.....	58
3.7 Autorregulação .....	60
3.7.1 Código de Regulação e Melhores Práticas – Fundos de Investimento – ANBIMA (“Código”) .....	62
3.8 Responsabilidade dos Administradores e Gestores.....	64
3.8.1 Responsabilidade Administrativa .....	65
3.8.2 Responsabilidade Civil.....	68
3.8.3 Responsabilidade Penal .....	73
CAPÍTULO IV – FUNDOS DE INVESTIMENTO REGULADOS PELA INSTRUÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS 409.....	79
4.1 Fundos de Investimento regulados pelas ICVM 409 .....	79
4.2 Características.....	79
4.3 Registro .....	80
4.4 Cotas .....	81
4.5 Emissão e resgate de cotas. ....	82
4.6 Registro, subscrição e distribuição de cotas. ....	83
4.7 Regras gerais sobre divulgação de informação .....	87
4.8 Prospecto.....	88
4.9 Lâmina de Informações Essenciais. ....	90
4.10 Regulamento do Fundo .....	91
4.11 Assembleia Geral .....	93
4.12 Carteira do Fundo de Investimento .....	94
4.13 Da Classificação dos Fundos .....	100
4.14 Da Incorporação, da Fusão, da Cisão e da Transformação.....	104



4.15 Da Liquidação e Encerramento do Fundo .....	105
4.16 Fundos para investidores qualificados e fundos exclusivos. ....	106
4.17 Do fundo de investimento em cotas de fundos de investimento.....	108
4.18 Dos Fundos Previdenciários .....	110
CAPÍTULO V – DA TRIBUTAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO .....	110
5.1 Tributação dos Fundos de Investimento ICVM 409 – Regra Geral .....	110
5.1.1 Base de Cálculo .....	113
5.1.2 Alíquota e Tratamento do Imposto .....	114
5.1.3 Responsável Tributário e Prazo de pagamento .....	117
5.1.4 Classificação da Carteira.....	117
5.2 Tributação dos Fundos de Investimento – Fundos de ações .....	119
5.2.1 Base de Cálculo .....	119
5.2.2 Alíquota e Tratamento do Imposto .....	120
5.2.3 Transferência de rendimentos (dividendos e juros sobre capital próprio) .....	121
5.3 Tributação dos Fundos de Investimento – Fundos Fechados .....	121
5.3.1 Base de Cálculo .....	121
5.3.2 Alíquota e Tratamento do Imposto .....	122
5.3.3 Come-Cotas.....	122
5.4 Tributação na transformação de fundo aberto em fundo fechado. ....	122
5.5 Questões controvertidas da tributação de fundos no caso de sucessão causa mortis.....	124
5.6 Questões controvertidas da tributação na integralização de fundo de ações exclusivo com títulos e/ou valores mobiliários. ....	126
CONCLUSÃO .....	129
BIBLIOGRAFIA .....	133

## INTRODUÇÃO

*“Ao tornar o investimento fácil e viável para quase todo mundo, os fundos incorporaram cerca de 54 milhões de famílias americanas (e milhões mais pelo mundo afora) ao investimento convencional, provavelmente o maior avanço na democracia financeira jamais atingido.”*

A frase acima, de autoria de Benjamin Graham, em seu livro *Investidor Inteligente* de 1973, pode nos demonstrar a importância dos fundos de investimento para a economia e captação de recursos de poupança dos investidores.

Segundo dados extraídos da Associação Brasileira de Mercados de Capitais – ANBIMA<sup>1</sup>, em setembro de 2012 tínhamos aproximadamente R\$ 2.130.848.000.000 alocados em fundos de investimento, dos quais R\$ 1.959.874.000.000 estão alocados em fundos regidos pela Instrução da Comissão de Valores Mobiliários 409 de 18.08.2004 (“ICVM 409”) e, por este motivo, este trabalho terá como concentração tal instrução, que representa 92% da indústria, assim divididos:

<b>Tipo de Fundo<sup>2</sup></b>	<b>Patrimônio Líquido (R\$) (milhões)</b>
Curto Prazo	94.029,58
Referenciado DI	253.784,02
Renda Fixa	523.526,08
Renda Fixa Crédito Livre	49.418,77
Renda Fixa Índices	117.680,54
Balanceados	2.720,30
Capital Protegido	4.261,20
Long And Short - Neutro	3.302,06
Long And Short - Direcional	5.639,75
Multimercados Macro	59.511,86
Multimercados Trading	1.625,89
Multimercados Multiestrategia	265.185,45
Multimercados Multigestor (FI)	13.580,37
Multimercados Multigestor (FIC) <sup>3</sup>	54.261,20
Multimercados Multigestor (FI + FIC) <sup>4</sup>	67.841,56

<sup>1</sup>Planilha Consolidado Diário por Tipo da Indústria de Fundos de Investimento disponível em <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estatisticas/ind-de-fundos/Pages/default.aspx> acesso em 01/10/2012.

<sup>2</sup>Conforme classificação ANBIMA

<sup>3</sup>Devido à estratégia de investimento utilizada por estes tipos, são informados no relatório os recursos dos FICs. Entretanto, para evitar dupla contagem, estes volumes não são considerados nos totais.

<sup>4</sup> Idem ibdem

Multimercados Juros e Moedas	82.256,50
Multimercados Estratégia Específica	10.963,61
Cambial	817,32
Investimento no Exterior	629,26
Ações IBOVSPA Indexado	2.105,14
Ações IBOVSPA Ativo	18.551,44
Ações IBrX Indexado	956,95
Ações IBrX Ativo	13.434,76
Ações Setoriais	16.199,21
Ações Small Caps	2.414,12
Ações Dividendos	5.686,59
Ações Sustentabilidade/Governança	1.409,65
Ações Livre	50.761,47
Fundos Fechados de Ações	72.241,82
Ações FMP - FGTS	7.457,36
Fundos de Índice - ETF	4.216,81
Previdência Renda Fixa	253.761,75
Previdência Balanceados - até 15	2.475,78
Previdência Balanceados - de 15-30	1.740,78
Previdência Balanceados - acima de 30	2.298,36
Previdência Data Alvo (FIC) (7)	4.130,30
Previdência Multimercados	3.725,30
Previdência Ações	7.013,16
Exclusivo Fechado	4.491,74
<b>Curto Prazo</b>	<b>94.029,58</b>
<b>Referenciado DI</b>	<b>253.784,02</b>
<b>Renda Fixa</b>	<b>690.625,39</b>
<b>Multimercados</b>	<b>449.046,99</b>
<b>Cambial</b>	<b>817,32</b>
<b>Dívida Externa</b>	<b>629,26</b>
<b>Ações</b>	<b>195.435,32</b>
<b>Previdência</b>	<b>271.015,14</b>
<b>Total</b>	<b>1.959.874,76</b>

Em nosso ordenamento jurídico, temos que os fundos de investimento são uma comunhão de recursos, constituídos sob a forma de condomínio aberto ou fechado.

Atualmente as cotas dos fundos de investimentos estão arroladas como valores mobiliários nos termos da Lei nº 6.385/76 e, portanto, são regulados pela Comissão de Valores Mobiliários por meio de instruções por ela editadas. A ICVM 409 trata dos fundos de investimento em geral, exceto os com regulamentação

específica, os quais por possuírem regulamentação própria não são disciplinados por esta instrução.<sup>5</sup>

Nesse sentido, o presente trabalho está inserido dentro do direito do mercado de capitais, tendo o direito grande papel na formação, interpretação e operacionalização deste instrumento denominado fundos de investimento.

Dividiremos este trabalho em cinco capítulos, sendo que o primeiro trará apontamentos históricos dos instrumentos de investimentos coletivos, desde a origem das sociedades de investimentos no século XIV até as atuais estruturas dos fundos de investimento. No capítulo seguinte, trataremos das estruturas dos fundos de investimento no direito comparado, dando especial atenção aos fundos constituídos sob a legislação inglesa e norte-americana devido à relevância econômica desses dois países. No capítulo terceiro trataremos dos fundos de investimento em nosso ordenamento jurídico, analisando a sua organização, funcionamento e a atuação dos prestadores de serviços envolvidos no instituto, no capítulo quarto daremos ênfase aos fundos regulados pela ICVM 409, com alterações introduzidas pelas instruções CVM nºs 411/04, 413/04, 450/07, 456/07, 465/08, 512/11, 522/12 e 524/12 e no capítulo quinto trataremos da tributação dos fundos de investimento.

---

<sup>5</sup>Não são regulados pela instrução CVM 409 os seguintes fundos de investimento: (I) Fundos de Investimento em Participações; (II) Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações; (III) Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; (IV) Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social; (V) Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; (VI) Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional; (VII) Fundos Mútuos de Privatização – FGTS; (VIII) Fundos Mútuos de Privatização – FGTS – Carteira Livre; (IX) Fundos de Investimento em Empresas Emergentes; (X) Fundos de Índice, com Cotas Negociáveis em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado; (XI) Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - Capital Estrangeiro; (XII) Fundos de Conversão; (XIII) Fundos de Investimento Imobiliário; (XIV) Fundo de Privatização - Capital Estrangeiro; (XV) Fundos Mútuos de Ações Incentivadas; (XVI) Fundos de Investimento Cultural e Artístico; (XVII) Fundos de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras; (XVIII) Fundos de Aposentadoria Individual Programada – FAPI; e (XIX) Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados



## CAPÍTULO I – INVESTIMENTOS COLETIVOS E FUNDOS DE INVESTIMENTO

### 1.1 Considerações Históricas dos Investimentos Coletivos e Fundos de Investimento

Alguns autores citam a existência de estruturas de fundos de investimento que remontam à Grécia antiga e Roma.<sup>6</sup> No entanto, tal posicionamento é contraposto por Ricardo dos Santos Freitas<sup>7</sup> em sua tese de doutorado, na qual afirma que a complexidade dos fundos de investimentos presentes na era moderna não poderia ser comparada aos institutos existentes na idade média, sendo certo que em seu posicionamento teríamos os fundos de investimentos inspirados nas sociedades e, como forma alternativa de inspiração, o instituto do *trust*, originário do direito anglo saxão, o qual propiciou as operações de investimentos denominadas *unit trust*, as quais, por sua vez, originaram os *investment trust*, tendo sido na Inglaterra que este instituto se desenvolveu.

Quanto ao conceito de *trust* podemos aqui transcrever a clara e precisa definição de Thereza Alvim ao tratar do tema na Revista do Instituto de Pesquisas e Estudos:

De modo esquemático o *trust* pode ser descrito como uma relação jurídica na qual uma pessoa denominada “*settlor*”, separa do próprio patrimônio uma coisa e transfere a propriedade a outrem, nomeado “*trustee*” para que este, por sua vez, a administre ou guarde em benefício ou para uso de terceiro, chamado beneficiário.<sup>8</sup>

Neste mesmo sentido, podemos extrair o que nos ensina Eduardo Salomão<sup>9</sup> ao conceituar a figura do *trust* do direito anglo-saxão:

---

<sup>6</sup>CARTER, W.D. em Mutual Investment Funds. Harvard Business Review. New York, CCVII, nº 6, p. 717, nov. 1949 apud Freitas, Ricardo dos Santos. Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

<sup>7</sup>FREITAS, Ricardo dos Santos. Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 63

<sup>8</sup>ALVIM, Thereza. Revista do Instituto de Pesquisa e Estudos, n.3, jan./mar. 1967. p. 185

<sup>9</sup>SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito Bancário. São Paulo: Atlas. 2005. p. 173

O *trust* é figura jurídica segundo a qual a propriedade de um bem se divide em propriedade formal e fiduciária. A primeira toca a uma espécie de administrador da coisa, o *trustee*, em nome de quem ela fica. A segunda toca a beneficiário dela, que tem o direito a receber por transferência do *trustee* os benefícios proporcionados pela coisa.

Quanto à utilização dos *investment trust*, estes foram utilizados na Inglaterra, desde 1863, com a finalidade e escopo de investimentos de capitais. Vejamos:

O país no qual o “*investment trust*” se desenvolveu tomando grande impulso foi a Inglaterra. Desde 1863 nesse país constituíram-se numerosos “*investments trust*”, cuja a finalidade era a aplicação indireta do capital.”<sup>10</sup>

Os Estados Unidos seguiram o mesmo modelo britânico de investimentos coletivos, especialmente pela influência e proliferação dos “*investment trust*” ingleses presentes na economia norte-americana, especialmente no início do século XIX, com o surgimento das companhias de seguros que apresentavam uma grande diversificação em seu portfólio e foram comparadas aos “*investment trust companies*” britânicos. Vejamos:

Em verdade, as companhias de seguros americanas, no começo do século XIX, costumavam apresentar uma diversificação de *portfólio* tão extensa que foram logo comparadas, pela comunidade financeira britânica, às suas *investment trust companies*.<sup>11</sup>

Os instrumentos de investimentos nos Estados Unidos somente vieram a ter uma regulamentação em 1940, com a edição do *Investment Companies Act*, editado pela *Securities Exchange Commission*.

No Brasil, as estruturas de investimentos coletivos remontam à sociedade de investimento e às sociedades em conta de participação.

---

<sup>10</sup>ALVIM, Thereza, Op. cit. p. 187.

<sup>11</sup>FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p.70.

Em nosso ordenamento jurídico, a primeira regulação das sociedades de crédito, financiamento e investimento surgem em 1945 e 1946 com os Decretos-Lei nºs 7.583 de 25 de maio de 1945 e 9.603, de 16 de agosto de 1946, porém tal legislação era muito vaga e deixava margem excessiva à constituição dessas sociedades. Sobre o tema é válido conferir a doutrina de Oscar Barreto Filho:

A primeira legislação específica, em nosso país, aplicável às sociedades de crédito, financiamento e investimento foi consubstanciada nos Decretos-leis ns. 7.583 de 25 de maio de 1945 e 9.603, de 16 de agosto de 1946. Esses diplomas visavam, precipuamente, a disciplinar as atividades das sociedades de crédito (*finance companies*) que têm por escopo o financiamento das vendas e prestações de mercadorias e de bens móveis e, que foram criadas entre nós, a exemplo dos Estados Unidos, para a facilitação de produtos duráveis e de valor apreciável, como automóveis e artigos eletrodomésticos. Essa legislação, além de pouco extenso, deixava margem excessiva à constituição e ao funcionamento dessas sociedades.(sic)<sup>12</sup>

Com o surgimento do fundo Crescinco, em 1957 é que podemos definir o marco inicial do primeiro fundo de investimento constituído sob a forma de condomínio, como nos explica Ricardo de Santos Freitas:

Em 1957, forma-se o Fundo Crescinco, que é, de fato, o primeiro fundo de investimento brasileiro constituído sob a forma de condomínio.<sup>13</sup>

Neste momento, portanto, surge no Brasil a primeira estrutura de fundo condominial sem que seja feito aporte de capital em uma sociedade de investimento ou sociedade em conta de participação, surge por meio de uma escritura pública de

---

<sup>12</sup>BARRETO FILHO, Oscar. Sociedades de Crédito, financiamento e investimento. Revista do Instituto de Pesquisas e Estudos, n. 2, jul/dez. 1966. p. 185

<sup>13</sup>FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p.86.



um condomínio nos termos da legislação civil, na qual é instituído um regulamento definindo sua forma de organização e funcionamento.<sup>14</sup>

Contudo, foi apenas com a edição da Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965, que a atividade das sociedades de investimento e fundos passou a contar com uma seção específica em nossa legislação pátria.<sup>15</sup>

Prescreve o artigo 49 da referida lei, que sociedades de investimento são aquelas que têm por objeto a aplicação de capital em carteira diversificada de títulos ou valores mobiliários ou a administração de fundos em condomínio ou de terceiros, para aplicação em títulos ou valores mobiliários.

Já o artigo 50 do mesmo normativo legal tratou sobre os fundos mútuos de investimentos conforme nos ensina Oscar Barreto Filho:

O art. 50 da lei de Mercado de Capitais editou algumas normas sobre fundos mútuos de investimentos, constituídos sob a forma jurídica de condomínios abertos de títulos ou valores mobiliários, cuja administração será sempre contratada com companhias de investimento, sendo-lhes facultado converter-se em sociedades anônimas de capital autorizado. As quotas (deveria ser: certificados correspondentes às quotas) desses fundos poderão ser emitidas sob forma nominativa, ou endossável, o que por certo facilitará sua negociação. A fim de resguardar os condôminos de possíveis abusos, prevê a lei a realização anual de uma assembleia geral, com a finalidade de tomar as contas aos administradores e deliberar sobre o balanço por eles apresentados.<sup>16</sup>

Conforme podemos notar no descrito acima, o legislador da época preocupou-se em delimitar regras gerais para a constituição dos fundos, em especial quanto à administração deste e proteção dos cotistas.

---

<sup>14</sup>FREITAS, Ricardo dos Santos. op. cit. p.86.

<sup>15</sup>Nesse sentido Oscar Barreto Filho “A Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que disciplina o mercado de capitais, procurou, de acordo com a melhor doutrina, caracterizar as sociedades de investimento como categoria das sociedades de crédito, financiamento e investimento. A elas se refere designadamente no art. 3º, inciso II, consagrando-lhe toda a seção IX (arts. 49 e 50).

<sup>16</sup>BARRETO FILHO, Oscar. Op. cit. p. 194

Posteriormente, em 10 de dezembro de 1968 temos a edição pelo Banco Central, da Resolução 103, com a seguinte previsão em seu item IV:

Vedar às sociedades de crédito, financiamento e às de tipo misto a constituição, administração ou gerência de FUNDOS MÚTUOS DE FINANCIAMENTO, ou FUNDOS DE "ACCEPTANCE" e, ainda, a partir desta data, a colocação de novas cotas de Fundos que funcionem sob o regime de sociedade em conta de participação, condomínio ou quaisquer outras formas, assim entendido, para os efeitos deste item, "uma comunhão de recursos destinados à aplicação em operações de crédito, com base em papéis comerciais."

Tal deliberação provocou muita insatisfação no mercado de capitais e, por esse motivo, tivemos em 14 de abril de 1970 a edição de uma nova resolução que pode ser considerada o primeiro regime jurídico dos fundos de investimentos, semelhante ao regime atual. Vejamos, segundo a doutrina de Ricardo dos Santos Freitas:

A mobilização das entidades de classe permitiu que, em 14 de dezembro de 1970, o Banco Central do Brasil, por deliberação do Conselho Monetário Nacional, editasse a resolução n. 145, criando a figura do Fundo Mútuo de Investimento. Nasce aqui, assim, o primeiro regime jurídico de uma estrutura de fundo semelhante a que encontramos hoje.<sup>17</sup>

Mediante a edição desta resolução, o governo federal passou a utilizar os fundos de investimentos para a estruturação de incentivos fiscais, sendo o chamado fundo 157 um dos mais ilustrativos casos de incentivo. Estes foram criados pelo Decreto-Lei n. 157, de 10 de fevereiro de 1967 e, destinados às pessoas físicas e jurídicas, permitindo que estes investissem até "10% do imposto de renda a pagar para a compra de ações ou debêntures conversíveis em ações de sociedade que se

---

<sup>17</sup>FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p. 82.

*habilitassem a cumprir determinadas obrigações de aumento de capital por oferta pública.*<sup>18</sup>

Com a edição da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que regula o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, os fundos de investimentos passaram a ter duplo grau de regulação, sendo que parte da regulamentação dos fundos ficou a cargo do Banco Central do Brasil e parte ficou a cargo da Comissão de Valores Mobiliários.

A existência dessa duplicidade de competência fez com que fossem emanadas normas por esses dois órgãos, gerando diversas espécies de fundos com regras próprias, conforme nos aponta Ricardo de Santos Freitas:

O exercício efetivo do poder de emanar normas regulamentares com força de lei por parte desses dois órgãos gerou, na prática, a criação, por cada um deles, de diversas espécies de fundos de investimento, disciplinadas em diplomas jurídicos próprios.<sup>19</sup>

Tal duplicidade regulatória foi alvo de críticas, pois a regulação por parte da autoridade monetária – Banco Central, não deveria ser ampliada para a regulação do mercado de capitais. Vejamos o que nos aponta Eduardo Montenegro Dotta:

Mencionada estrutura regulatória recebeu severas críticas consistentes, especialmente por haver atribuído ao Banco Central do Brasil – a quem deveria caber exclusivamente a função de autoridade monetária, zelando pelas políticas correlatas, além de fiscalizar e regular o mercado financeiro e as entidades que o integram – a regulação de parcela do mercado de capitais.<sup>20</sup>

Nesse mesmo sentido devemos citar o posicionamento do ilustre jurista Ary Oswaldo Mattos Filho:

---

<sup>18</sup> FREITAS, Ricardo dos Santos. op. cit. p. 83.

<sup>19</sup> FREITAS, Ricardo dos Santos. op. cit. p. 93.

<sup>20</sup> DOTTA, Eduardo Montenegro. Da Orientação Regulatória dos Fundos de Investimento e os Deveres dos Administradores. São Paulo: Textonovo, 2005. p. 102

Essa divisão, obviamente não é a melhor que existe por que 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, fiscalização e punição das transgressões de mercado de valores mobiliários.<sup>21</sup>

A Resolução do Conselho Monetário Nacional n. 1.280 de 20 de março de 1987, regulamentou a administração e o funcionamento dos fundos mútuos de ações e outorgou poderes para a Comissão de Valores proceder com sua regulamentação. Assim, esta autarquia editou a Instrução CVM nº 71 de 11 de novembro de 1987 e a Instrução nº 80, de 22 de junho de 1988, ambas revogadas posteriormente pela Instrução CVM nº 215 de 8 de junho de 1994.

Ainda, a Resolução 1.787 de 1º de fevereiro de 1991, ratificou os poderes da Comissão de Valores Mobiliários para a regulação da constituição e funcionamento dos fundos mútuos de ações e, autorizou o funcionamento de investimento destinados a aplicação em renda fixa, conforme regulamentação a ser baixada pelo Banco Central, regulamentação esta editada em 26 de fevereiro de 1991, por meio da Circular Bacen n. 1.903.

Posteriormente, a Comissão de Valores Mobiliários editou as instruções nºs 302, 303, 304 e 305 que trataram sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a divulgação de informações, a composição e a diversificação de carteira e sobre as demonstrações contábeis dos fundos de investimento em títulos e valores.

Diversos outros normativos foram expedidos pelo Banco Central acerca dos fundos de investimentos regulados sob sua competência, até que com a edição da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, as cotas dos fundos de investimento passaram a ser classificadas com valores mobiliários, ficando evidente que a

---

<sup>21</sup>MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O Conceito de Valor Mobiliário. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro nº 59, ano XXIV, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985. p. 19

competência para a regulamentação de fundos de investimento passaria a ser exclusiva da Comissão de Valores Mobiliários.

Ao elevar as cotas dos fundos de investimento ao rol de valores mobiliários, a duplicidade de regulação, criticada acima, foi resolvida, passando a CVM a editar as normas referentes aos fundos de investimento.

Com isso, em 5 de julho de 2002, foi celebrado um convênio firmado entre o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários, com o intuito de troca de informações, tendo como resultado a edição da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, marco regulatório dos fundos de investimento, que será analisada oportunamente no presente trabalho.

## CAPÍTULO II - OS FUNDOS DE INVESTIMENTO NO DIREITO COMPARADO

### 2.1 Portugal

A justificativa para a apresentação dos fundos de investimento no direito português dá-se pelos laços históricos entre Brasil-Portugal e o crescente fluxo financeiro e comercial entre ambas as nações, bem como a similitude dos ordenamentos jurídicos de ambos os países.

Os fundos de investimento em Portugal estão enquadrados junto aos organismos de investimentos coletivos (“OIC”) e são regulados<sup>22</sup> pelo Decreto-Lei nº 252/2003, republicado pelo Decreto-Lei nº 71/2010, de 18 de junho.

Sobre o tema, vejamos o que nos ensina a Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios:

Os OIC podem tomar a designação de Organismos de Investimento Colectivo em Valores Mobiliários (OICVM) quando se tratam de Fundos de Investimento Mobiliários cujo património seja constituído exclusivamente pelos activos previstos na Secção I do Capítulo I do Título III do Regime Jurídico dos OIC, contemplado no Decreto-Lei N.º 252/2003 de 17 de Outubro de 2003. De acordo com as regras a que os OICVM Abertos obedecem, nomeadamente se cumprem as disposições da Directiva Comunitária 85/611/CEE com as alterações introduzidas pelas Directivas 2001/107/EC e 2001/108/EC, que regula esta actividade, previstas no Título III do Regime Jurídico dos OIC, poderão ser classificados como OICVM harmonizados e beneficiam de um "passaporte comunitário" para a sua comercialização.<sup>23</sup>

---

<sup>22</sup>Os fundos de investimento no direito português foram regulados a partir do ano de 1965 por meio do Decreto-Lei 46.324, posteriormente temos o Decreto-Lei 134 de 1985, que revoga a legislação anterior, Decreto-Lei 276 de 2 de novembro de 1994, que é substituído em 2003 pelo Decreto-Lei 252/2003.

<sup>23</sup>Como Funcionam. Disponível em:

<[http://www.apfipp.pt//index2.aspx?MenuCode=FIM&ItemCode=FM\\_CF&name=Como%20Funcionam](http://www.apfipp.pt//index2.aspx?MenuCode=FIM&ItemCode=FM_CF&name=Como%20Funcionam)> acesso em: 04/05/12

Referido diploma legal português prescreve que os organismos de investimento coletivos podem ser constituídos sobre a forma aberta ou fechada, sob a forma de fundos de investimento ou sociedade de investimento mobiliário, possuindo autonomia patrimonial, não respondendo por dívidas dos seus participantes e devem ter suas carteiras compostas de valores mobiliários.<sup>24</sup>

Desta forma, podemos notar as semelhanças entre os instrumentos de investimentos coletivos, notadamente os fundos de investimento, no direito português, com o nosso instituto dos fundos de investimento, a serem tratados no presente trabalho.

## 2.2 Reino Unido

Sendo a Inglaterra considerada por alguns autores como o berço dos fundos de investimento<sup>25</sup> e Londres uma das praças mais respeitadas no mercado financeiro, não podemos deixar de discorrer sobre os fundos de investimento no ordenamento jurídico inglês.

A regulação dos fundos de investimento no Reino Unido está a cargo do *Financial Services Authority* (“FSMA”) e está disposta no *Financial Services and Markets Act 2000*, que trata sobre o mercado de investimentos no Reino Unido.

No tocante aos fundos de investimento, a legislação inglesa endereça duas questões principais no âmbito de sua regulação: (I) administração discricionária de portfólio de investimentos e (II) constituição de instrumentos de investimentos coletivos. Vejamos:

In connection with investments funds (whether public or private, the FSMA addresses two principal regulated activities: (a) management

---

<sup>24</sup> Artigos 2º, 4º, 8º e 43º do Decreto Lei 252/01 republicado pelo Decreto-Lei 71/2010

<sup>25</sup> Sobre considerações históricas sobre os fundos de investimentos na Inglaterra, vide a dissertação de doutorado de Ricardo de Santos Freitas – A natureza Jurídica dos Fundos de Investimento.

of investment portfolio with discretion; and (b) establishing and operating a CIS (Collective Investment Schemes).<sup>26</sup>

Ao especificar esse dois itens como fundamentais, a legislação do Reino Unido pretende diferenciar as relações de contas individuais e as relações de investimentos coletivos conforme Timothy Spangler nos ensina:

The UK approach, therefore, by delineating between these two functions, draws a small but important distinction between the management of individual accounts and management of assets pools. As result, the FSA implicitly recognizes the difference between a bilateral advisory relationship and a multilateral CIS, and the further layers of duty that later entails over the former due to its collective nature.<sup>27</sup>

Conforme visto acima, os fundos de investimento são tratados na legislação do Reino Unido como *Collective Investment Schemes* (“CIS”) e guardam uma importante diferenciação das contas de investimentos individuais. Segunda a norma acima mencionada, os CISA podem ser constituídos sob a estrutura de *Unit Trust* – instituto típico do common law – ou estruturas societárias denominadas *Open-Ended Investment Companies*, sendo inclusive, reconhecidas estruturas offshore. Neste mesmo sentido, Ricardo de Santos Freitas diz:

De acordo com suas normas, se alguém pretender utilizar a forma societária como veículo de investimentos, poderá constituir no próprio Reino Unido uma *Open-ended Investment Company* nos termos previstos no Capítulo IV da Lei Inglesa.<sup>28</sup>

A organização dos CIS presume que os participantes deste instrumento não poderão ter a gestão dos ativos, mas sim, os direitos aos lucros provenientes destes, tal como veremos ser característica dos fundos de investimentos em nosso ordenamento jurídico. Segundo Timothy Spangler:

---

<sup>26</sup> SPANGLER, Timothy. *The Law of Private Investment Funds*. New York: Oxford University Press, 2008. p. 22

<sup>27</sup> idem, ibidem

<sup>28</sup> FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p.70



A collective scheme (CIS) includes any arrangements with respect to property whose purpose or effect is to enable person taking part in the arrangement to participate in profits or income arising from the acquisition, holding, management, or disposal of property. The arrangement must be such that participants do not have day-to-day control over the management of the property, whether or not they have the right to be consulted or give directions.<sup>29</sup>

Desta forma, podemos observar que o sistema jurídico inglês referente aos organismos de investimentos coletivos determinam que os participantes dos CIS obtenham retornos dos ativos subjacentes da estrutura que possui regulamentação emanada pela FSMA, sendo a constituição de tais CIS, estruturas fiduciárias ou societárias.

## 2.3 Estados Unidos

Ao tratarmos de organismos de investimentos coletivos não podemos deixar de tratar sobre as estruturas dos fundos de investimentos nos Estados Unidos da América, seja pela relevância econômica do país ou pela diferença do sistema jurídico norte-americano frente ao nosso ordenamento.

As *investment companies* - ou sociedade de investimento em uma tradução livre - são reguladas pelo *Investment Companies Act* de 1940, já mencionado no presente trabalho no capítulo I.

Os fundos de investimento também são tratados nos Estados Unidos como *mutual funds* e *hedge funds* conforme seu público alvo.

---

<sup>29</sup>O organismo de investimento coletivo (OIC) inclui qualquer organização vinculada à propriedade que tenha o propósito de permitir que um indivíduo seja parte do organismo e participe dos lucros provenientes da aquisição, manutenção, administração ou alienação da propriedade. A organização deve ser de forma que os participantes não tenham controle das atividades de administração do dia a dia, independente delas terem ou não o direito de serem consultadas, para dar direção (tradução livre). SPANGLER, Timothy. Op. cit. p. 103.

Os *mutual funds* são constituídos como sociedade ou como *trusts* e são operados em benefícios de seus cotistas. Vejamos a definição de James H. Cox “*Mutual funds are formed as corporations or business trust under state law and, like other corporations and trusts, must be operated for benefit of their shareholder.*”<sup>30</sup>

Tal como no Brasil, os *mutual funds* possuem um administrador denominado *investment advisor*, que tem a função de constituir o fundo e é responsável pelas operações diárias, sendo muitas vezes responsável pela primeira subscrição de cotas (*seed money*) do fundo. Vejamos:

An investment adviser typically organizes a mutual fund and is responsible for its day-to-day operations. The advisor generally provides the seed Money, officers, employees, and office space, and usually select the initial board of directors.<sup>31</sup>

Ante a existência de uma série de conflitos de interesses, tais como a taxa de administração e a performance, a regulação dos *investment adviser* se concentra bastante em regras para a mitigação de referidos conflitos.

Quanto aos *hedge funds*, estes são constituídos com base em duas isenções de registro, previstas no Section 3(c) 1 e Section 3 (c)7 do *Investment Companies Act*, que trata das *investments companies* com menos de cem investidores ou investidores qualificados, conforme podemos observar, segundo Cox:

These two exemptions form the basis of the hedge fund industry, which has grown rapidly, approaching \$1 trillion under management.<sup>32</sup>

---

<sup>30</sup>Cox, James D.; Hillman, Robert W; Langevoort, Donald C. Securities Regulation: Cases and Materials, New York: Aspen Publishers, 2009. p.1096

<sup>31</sup>“O *investment adviser* tipicamente constitui o fundo e é responsável pelo seu dia a dia. O administrador geralmente providencia o capital inicial, representantes, empregados, sede e geralmente elege seus diretores” (tradução livre) Cox, James D.; Hillman, Robert W; Langevoort, Donald C. Op cit. p. 1096

<sup>32</sup>Essa duas isenções formam a base da indústria de *Hedge Funds*, a qual cresceu rapidamente para 1 trilhão de dólares sob administração. (tradução livre) Cox, James D.; Hillman, Robert W; Langevoort, Donald C. Op cit. p. 1116

Ainda sobre o tema *hedge fund*, Cox salienta que estes possuem vantagens sobre os *mutual funds* ante sua flexibilidade de regras e pouca sujeição ao *Investments Companies Act*:

Hedge funds have number of competitive advantages over mutual funds. Most importantly, they are not subject to the Investment Company Act's severe restrictions on leveraging, diversification, and liquidity – allowing them to engage in far more risky trading strategies, including significant amounts of short selling.<sup>33</sup>

Apesar de favorável à existência de fundos com maior flexibilidade, devemos observar que tal flexibilidade e falta de regulação podem acarretar situações nocivas e prejudiciais junto ao mercado financeiro.<sup>34</sup>

Sem prejuízo do exposto no parágrafo anterior, devemos salientar que ao sermos favoráveis à existência de fundos com maior flexibilidade, precisamos sempre ter em mente o público alvo, devendo para tanto, identificar o perfil do investidor, para que este tenha ciência dos riscos envolvidos ao realizar o investimento.

Neste particular, e como exemplo, é de suma importância o instituto do *suitability*, o qual iremos estudar adiante, a fim de se verificar quem deve ou não acessar fundos de investimento nos moldes dos *hedge funds* norte-americanos.

---

<sup>33</sup>Hedge Funds possuem muitas vantagens competitivas sobre os Mutual Funds. As mais importantes são que não estão sujeitas às severas restrições quanto a alavancagem, diversificação e liquidez do Investment Company Act – permitindo a estes, possuírem maiores estratégias de riscos, incluindo significativas vendas a descoberto. (tradução livre) Cox, James D.; Hillman, Robert W; Langevoort, Donald C. Op cit. p. 1116

<sup>34</sup>Podemos citar, nesse sentido, o famoso caso vinculado ao gestor Bernard L. Madoff, que gerou perdas na ordem de US\$ 20 bilhões à seus investidores. Vide <http://www.madofftrustee.com> acesso em 01/10/2012

## CAPÍTULO III – FUNDOS DE INVESTIMENTO NO DIREITO PÁTRIO

### 3.1 Aspectos Gerais

Como citado no Capítulo I do presente trabalho, a principal legislação aplicável aos fundos de investimento é a Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976, que regula o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

Contudo, a inserção dos fundos de investimento no rol de valores mobiliários somente ocorreu com a edição da Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2011, que incluiu as cotas dos fundos de investimento no inciso V do artigo 2º da referida lei.

Até a edição desse diploma legal, a regulação dos fundos de investimento era feita, parte por normas emanadas pelo Banco Central do Brasil e parte por normas emanadas pela Comissão de Valores Mobiliários. Com esse duplo polo de normatização e supervisão dos fundos, tínhamos tratamentos distintos para um mesmo instituto, conforme vimos anteriormente.<sup>35</sup>

Em face da edição do diploma legal acima mencionado, que arrolou as cotas de fundos no rol de valores mobiliários, a Comissão de Valores Mobiliários e o Banco Central firmaram em 5 de julho de 2002, convênio objetivando a troca de informações.

Em 18 de agosto de 2004 a Comissão de Valores Mobiliários editou a ICVM 409 regulando diversas espécies de fundos e, em 30 de dezembro do mesmo ano editou a Instrução CVM 413, que obrigou todos os fundos já existentes a se adaptarem ao normativo da Comissão de Valores Mobiliários, tornando inaplicável a norma relativa aos fundos de investimento, emanadas pelo Banco Central do Brasil

---

<sup>35</sup>Ricardo dos Santos Freitas afirma que “Banco Central e CVM, nos diversos tipos de fundos de investimento 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 riscos e alavancagem de carteiras, vedações legais, publicidade de informações, elaboração de demonstrações financeiras e auditoria e, inclusive, obrigações do administrador. Op. cit. p.94

### 3.2 Natureza Jurídica

A natureza jurídica dos fundos de investimento não é tema pacífico na doutrina estrangeira, tampouco na doutrina pátria.

Como veremos a seguir, na doutrina pátria a grande maioria dos estudiosos tende a tratar o fundo de investimento como possuidor da natureza jurídica condominial. Não obstante referido tratamento, traremos aqui das quatro principais teorias que a doutrina clássica da Europa Continental nos aponta, sem, no entanto, a pretensão de esgotar o tema, uma vez que este é muito amplo, sendo, inclusive, objeto de tese específica de doutorado.<sup>36</sup>

Conforme nos ensina Ricardo de Santos Freitas, as quatro teorias de natureza jurídica do instituto aqui em estudo seriam: a copropriedade; a propriedade em mão comum; a propriedade fiduciária e a organização associativa. Mesmo diante da existência de diversas teorias sobre a natureza jurídica dos fundos, todas têm como característica a identificação de que a estrutura dos fundos de investimento é constituída por uma pluralidade de contratos. Vejamos:

As diversas teorias sobre a natureza jurídica dos fundos são delineadas a partir das tentativas de subsunção dos mesmos às figuras acima e têm como embasamento principal a identificação da existência de uma pluralidade de contratos que regem a relação entre diversos entes que orbitam o fundo.<sup>37</sup>

No tocante à teoria da copropriedade ou condominial, aceita pela maior parte da doutrina brasileira, devemos citar Raquel Sztajn, que ao formular sobre a natureza dos fundos, menciona a existência de duas espécies de condomínio: o condomínio de origem romana, no qual cabe a cada condômino uma fração ideal do todo e o de origem germânica, no qual a coisa pertence à coletividade e não a cada condômino de forma individual.<sup>38</sup>

---

<sup>36</sup>FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p. 139

<sup>37</sup>FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p. 140

<sup>38</sup>FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p. 181

Neste mesmo sentido, Nelson Eizirik define a natureza jurídica dos fundos de investimento como condominial. Vejamos:

Assim, os fundos de investimento organizam-se, juridicamente, sob a forma de condomínio, sem personalidade jurídica, constituindo uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteiras compostas pelos mais diversos ativos financeiros, como títulos de dívida pública, ações, debêntures e outros títulos ou contratos existentes no mercado.<sup>39</sup>

Em contraposição ao disposto acima, Ricardo de Santos Freitas, ao contrário do que nos prescreve a maioria da doutrina, entende que o tratamento dos fundos de investimento como condomínio não é o mais correto ante a ausência de características elementares do instituto regido pelo código civil. Vejamos:

A insistente e expressa atribuição da condição de condomínio aos fundos de investimento, pelo legislador, na totalidade das espécies existentes, não tem o condão de subsumi-los ao instituto de Direito Civil. O conjunto de relações jurídicas compreendidas em um fundo de investimento colidem com as normas insculpidas no código Civil como reguladoras da figura condominial.<sup>40</sup>

Para refutar o enquadramento dos fundos como condomínio, o citado autor nos indica três artigos do código civil, que seriam inaplicáveis aos fundos de investimento: o artigo 1.314, que estabelece “cada condômino pode usar da coisa conforme sua destinação, sobre ela exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão, reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse e alhear a respectiva parte ideal, ou gravá-la”, artigo não aplicável, pois permitiria aos cotistas a aplicação dos interditos possessórios para recomposição de perdas, assim como permitiria também a cessão de suas cotas, algo vedado aos cotistas de fundos abertos, como veremos adiante; o artigo 1.316, que permite a cada condômino de eximir-se do pagamento de despesas e dívidas e o artigo 1.318, que estipula sobre dividas

---

<sup>39</sup>EIZIRIK, Nelson; et. al. Mercado de Capitais - Regime Jurídico. 2ª ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 78

<sup>40</sup>FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p. 269

contraídas por um dos condôminos, ambos não aplicáveis, pois cabe somente ao administrador e gestor do fundo a prática de atos em nome deste.<sup>41</sup>

Quanto à teoria da propriedade em mão comum, podemos dizer que esta se caracteriza pelo argumento de que há interesse do grupo sobre o interesse individual, não podendo o cotista requerer a divisão dos bens integrantes da carteira do fundo e a proteção dos bens contra dívidas do indivíduo junto a terceiros. A crítica a esta teoria recai no fato de que a existência das cotas, como forma de expressar a fração individual de cada cotista, afasta por si só a característica da propriedade em mão comum, conforme bem exposto por Ricardo de Santos Freitas:

Em verdade, a constatação de que a estrutura dos fundos de investimento ante a afirmação da indivisão dos bens cria a cota como expressão de sua fração ideal atribuível aos investidores já de *per si* afasta a figura a propriedade em mão comum.<sup>42</sup>

Com relação à teoria de propriedade fiduciária, devemos citar que esta defende que quem exerce a propriedade fiduciária do fundo é o administrador, pois estaria este investindo nos poderes que corresponderiam ao titular do direito de domínio, estando a relação entre cotista e administrador representada pela figura do mandato, não cabendo ao cotista qualquer direito real sobre o fundo.

Por último, mas não menos importante, temos a teoria da organização associativa, defendida por Ricardo de Santos Freitas.

Para essa teoria seriam os fundos de investimento caracterizados por uma estrutura organizacional associativa, que não se confunde com a figura de copropriedade. Tal posição fica evidente para o referido autor, conforme segue:

Portanto, a obrigatoriedade de administração profissional e de distribuição pública de suas cotas, embora sejam elementos que representem a essência do conceito abstrato de fundo de investimento, e que permitem que o fundo se distinga do que

---

<sup>41</sup>FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p. 158-169

<sup>42</sup>FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p. 189

estamos chamando de sociedades de nomenclatura codificada, não acreditamos que qualquer deles possa subtrair do fundo o reconhecimento da forma societária.<sup>43</sup>

Diante do exposto acima, tendemos a concordar com o posicionamento de Ricardo de Santos Freitas<sup>44</sup>, pelo reconhecimento do fundo de investimento, como possuidor de elementos essenciais das estruturas que adotam a forma societária. Como podemos depreender de sua conclusão a seguir:

Mas independentemente das características específicas que cada fundo venha a adotar, sempre estarão presentes alguns elementos essenciais que podemos afirmar compor o conceito da figura dos fundos de investimento. São eles a contribuição com bens, para o desenvolvimento de atividade econômica com fim lucrativo, objetivando a partilha de resultados. Estes elementos essenciais coincidem com os da figura de sociedade, tal qual conceituada no art. 981 do Código Civil de 2002 e permitem que, com apoio no art. 983, parágrafo único, se possa reconhecer que a natureza jurídica dos fundos de investimento é efetivamente a de sociedade.

Sem prejuízo de nossa opinião e não obstante à existência das teorias acima expostas e, sem a pretensão de esgotarmos o tema, me parecem acertadas as considerações expostas por Arnoldo Wald. Vejamos:

Quer se cogite de um condomínio especialíssimo ou *sui generis*, de sociedade de personalidade jurídica, na terminologia do Código de Processo Civil, ou de uma forma de *trust* já adaptada e consagrada pelo direito brasileiro, a designação e a semântica são secundários, pois importante é a capacidade substantiva e adjetiva do fundo para adquirir e transmitir direitos, atuar em juízo, e praticar todos os atos

---

<sup>43</sup>FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p. 228

<sup>44</sup>FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p. 269



da vida comercial, embora só possa exercer a sua atividade por intermédio do seu gestor.<sup>45</sup>

Desta forma, podemos encerrar o presente tópico de modo a deixar claro que o instituto dos fundos de investimento possui características próprias similares a outros institutos do direito.

### **3.3 Organização e Funcionamento**

A organização de um fundo de investimento é caracterizada pela existência de diversas relações jurídicas, nas quais possuímos entes distintos, vinculados entre si por relações contratuais, fiduciárias e regulatórias.

Adiante, analisaremos as principais figuras que compõem essa pluralidade existente no instituto fundo de investimento, sendo as principais: o cotista, o administrador e o custodiante.<sup>46</sup>

#### **3.3.1 Administrador**

O exercício profissional da atividade de administração de recursos de terceiros está regulada em nosso ordenamento jurídico pela Instrução 306/99, a qual também regula a atividade dos gestores de recursos, sendo certo que ambas as atividades são correlatas e complementares. Tanto o administrador quanto o gestor também possuem tratamento específico regulado pela ICVM 409. Cumpre salientar que a administração de recursos pode ser exercida por pessoa física ou jurídica devidamente habilitada junto à Comissão de Valores Mobiliários.

Segundo a Instrução CVM nº 306, de 5 de maio de 1999, alterada pela Instrução CVM nº 364, de 7 de maio de 2002, a pessoa jurídica deve cumprir os

---

<sup>45</sup>WALD, Arnaldo. Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro – RDM, n.80, outubro-dezembro/1990, p.15-15 apud Dota. Eduardo Montenegro. Op. cit. p. 99

<sup>46</sup>Ricardo de Santo Freitas nos ensina que, de fato, independente do instituto jurídico a que se queira conduzir a figura dos fundos, surge sempre translúcida a peculiaridade de sua estrutura organizacional, na qual interagem, em relações jurídicas diversas, figuras distintas, como o cotista, o administrador e o custodiante. Op. cit. p.140

seguintes requisitos: (I) ter como objeto social o exercício da administração de carteira de valores mobiliários e estar regularmente constituída e registrada no CNPJ; (II) atribuir a responsabilidade pela administração de carteira de valores mobiliários a um diretor autorizado a exercer tal atividade pela CVM e (III) constituir e manter o departamento técnico especializado em análise de valores mobiliários.

Quanto à pessoa física, esta deve cumprir os seguintes requisitos: (I) possuir graduação em curso superior, em instituição reconhecida oficialmente, no país ou no exterior;<sup>47</sup> (II) possuir experiência profissional de (a) pelo menos três anos em atividade específica diretamente relacionada à gestão de recursos de terceiros no mercado financeiro, ou (b) no mínimo cinco anos no mercado de capitais, em atividade que evidencie sua aptidão para a gestão de recursos de terceiros<sup>48</sup> e (III) possuir reputação ilibada.

Não pretendemos utilizar no presente trabalho o conceito da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, disposto no artigo 2º da referida instrução, uma vez que a descrição ali mencionada assemelha-se mais à atividade realizada pelo gestor de recursos do fundo de investimento, que será tratada adiante em tópico específico.

Preferimos nesse diapasão, utilizar o conceito expresso no artigo 56 da ICVM 409, o qual “dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento” e prescreve que compete ao administrador a realização dos serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e manutenção do fundo. Tal definição nos parece mais acertada e coerente com as atividades, realizadas junto aos fundos de investimento, objeto deste trabalho. Vejamos:

---

<sup>47</sup>Segundo o artigo 4º, parágrafo 1º, da Instrução CVM nº 306, a CVM pode, excepcionalmente, dispensar o atendimento a esse requisito, desde que comprovada a experiência profissional exigida no item (II).

<sup>48</sup>Segundo o artigo 4º, parágrafo 2º, da Instrução CVM nº 306, a CVM pode, excepcionalmente, dispensar o atendimento a esse requisito, desde que o interessado possua notório saber e elevada qualificação em área do conhecimento que o habilite para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários.

A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo.

Como podemos notar, determinados serviços prestados para o funcionamento do fundo de investimentos podem ser delegados a terceiros, contratados pelo administrador, devidamente habilitado. Vejamos:

O administrador poderá contratar em nome do fundo, com terceiros habilitados e autorizados, os seguintes serviços: a gestão da carteira do fundo, a consultoria de investimentos; as atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários; a distribuição de cotas; a escrituração da emissão e resgate de cotas; a custódia de títulos e valores mobiliários e demais ativos financeiros; e a classificação de riscos por agência especializada constituída no país.<sup>49</sup>

Cumpra salientar que compete ao administrador a contratação obrigatória de prestador de serviço de auditoria independente e, quando não estiver habilitado para tal, a contratação de prestadores de serviço para as atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários, distribuição de cotas, a escrituração da emissão e resgate de cotas e a custódia de títulos e valores mobiliários e demais ativos financeiros.

É importante frisar que na contratação dos serviços de gestão da carteira do fundo; das atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários; de escrituração da emissão e resgate de cotas e a classificação de riscos por agência especializada constituída no país, o administrador somente poderá firmar contratos nos quais responda solidariamente por eventuais prejuízos

---

<sup>49</sup>STUBER, Walter Douglas. A Nova Regulamentação dos Fundos de Investimento. Revista de Direito Bancário 27/2005 in: WALD, Arnoldo (org.). Doutrinas Essenciais Direito Empresarial. São Paulo: RT, 2011. p. 357

causados aos cotistas por condutas contrárias à lei, ao regulamento e aos atos expedidos pela Comissão de Valores Mobiliários.

Podemos exemplificar como principais funções do administrador de recursos, no exercício<sup>50</sup> de sua administração de fundos de investimento, a representação do fundo de investimento, a precificação de seus ativos, o controle de risco, as atividades de *backoffice* e controle de passivo, bem como as obrigações e deveres nos termos do artigo 65-A da ICVM 409.<sup>51</sup>

No tocante às obrigações e deveres do administrador nos termos do artigo 65-A acima mencionado, devemos frisar o dever disposto em seu inciso primeiro, que trata dos deveres fiduciários e de performance (melhores esforços), assim descritos:

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.

---

<sup>50</sup>O exercício da atividade de administrador de recursos de terceiros não se resume apenas à prestação de serviço junto a fundos de investimento, apesar de esta ser a forma mais comum da prestação de serviço exercida por este. Tal constatação fica evidente na minuta de audiência pública SDM 14/11 quando a CVM expressa o quanto segue: “Não se pode ignorar o fato de que enorme parcela dos administradores de carteiras de valores mobiliários está ligada ao funcionamento dos fundos de investimento, sendo rara a administração de carteiras individuais que não utilizam esses veículos.

<sup>51</sup>“O administrador, no exercício de suas funções, deve observar um sério de deveres previstos no artigo 65 da Instrução CVM n. 409/2004, tais como: (a) diligenciar para que sejam mantidos atualizados o registro de cotistas; o livro de atas das assembleias gerais; o livro ou lista de presença de cotistas; os pareceres do auditor independente; os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo; e a documentação relativa às operações do fundo, pelo prazo de cinco anos; (b) elaborar e divulgar informações periódicas, eventuais, de venda e distribuição, bem como publicar as demonstrações contábeis e os relatórios de auditoria; (c) fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo; (d) observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto”. EIZIRIK, Nelson; et. al. op. cit. p.81.

Como podemos observar, a legislação prevê expressamente o dever fiduciário como dever do administrador do fundo, destacando para tanto, como princípio básico, a atuação com lealdade em relação aos interesses dos cotistas.

Por representação do fundo, podemos exemplificar a participação em assembleias relativas aos ativos investidos e a representação em juízo para defesa dos direitos sobre referidos ativos.

Não obstante a representação em assembleias seja função do administrador, na prática o comparecimento perante as assembleias são realizados pelos gestores por meio de mandato outorgado pelos administradores. Em nossa opinião, é muito acertada tal prática, uma vez que os ativos dos fundos são selecionados pelos gestores do fundo e, com isso, este será o agente com maior conhecimento sobre o ativo em questão. Sobredito procedimento não isola, contudo, a responsabilidade do administrador sobre as deliberações tomadas em assembleia, responsabilidade na qual se solidariza com a do gestor.

Quanto à precificação dos ativos, tal função é de suma importância, pois será por meio da adequada precificação dos ativos que teremos a real valoração dos ativos financeiros que compõem a carteira dos fundos e, por consequência, o valor das cotas do fundo.

A função de precificação é atividade que pode gerar conflito de interesse, pois aquele que tenha a gestão do fundo poderia manipular a precificação, no intuito de demonstrar melhores resultados. É importante salientar, que essa é a nossa opinião no campo teórico e, que é sabido, que a maioria dos gestores atua de forma ética e transparente no exercício de suas funções.

Nesse sentido, a precificação dos ativos, realizada pelo administrador, compreende atividade essencial para que ao divulgar o valor das cotas, os cotistas possam ter a percepção correta do valor do conjunto de ativos financeiros que compõem a carteira do fundo. Desta forma, ao realizar esta atividade de forma isenta e correta, cumpre o administrador seu dever fiduciário de ampla informação e

divulgação de todas as informações necessárias às decisões de investimento ou desinvestimento.

Uma incorreta precificação dos ativos pode gerar prejuízo aos cotistas, pois em caso de resgate dos cotistas os ativos financeiros que compõem a carteira do fundo devem ser vendidos para prover liquidez, e na hipótese destes ativos financeiros terem sido avaliados de forma incorreta (especialmente a maior) haveria um impacto negativo no valor das cotas do fundo e como consequência acarretaria perdas aos cotistas.

A adoção de métodos de gerenciamento e controle de risco, mesmo não sendo garantias contra eventuais perdas, é realizada pelos administradores de recursos por meio de metodologias específicas.

As atividades de *backoffice* compreendem os lançamentos de aquisição de ativos adquiridos pelo fundo, lançamentos junto às câmeras de compensação e custódia e demais atos de rotina do fundo.

Por controle de passivo, queremos nos referir a todas as atividades que incluem o controle de entrada e saída dos cotistas do fundo, que vão desde o cadastro destes, nos termos da legislação pertinente, verificação e procedimentos para prevenção à lavagem de dinheiro, verificação de pessoa politicamente exposta e adequação do investimento, até o perfil de risco do investidor (*Suitability*), que será tratado oportunamente, bem como a verificação de condição de investidor qualificado por parte do cotista.

Por fim, a administração de fundos de investimento não é necessariamente instituição financeira, porém a administração de fundos realizada por instituições financeiras pode representar maior conforto para os cotistas, pois estas possuem regras próprias para o controle de risco e tendem a dar maior segurança aos investidores.

### 3.3.2 Gestor

Conforme acima mencionado, a atividade profissional de gestão de recursos está regulada pela ICVM 306, que trata da administração de carteiras de valores mobiliários.

Nesta instrução, temos em seu artigo 2º, que “*A administração de carteira de valores mobiliários consiste na gestão profissional de recursos ou valores mobiliários, sujeitos à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor*”.

Evidentemente, tal definição se confunde com a descrição da atividade de gestão descrita na ICVM 409 ao descrever em seu artigo 56, parágrafo segundo, a atividade profissional de gestão do fundo:

Gestão da carteira do fundo é a gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos títulos e valores mobiliários dela integrantes, desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteira de valores mobiliários pela CVM, tendo o gestor poderes para negociar, em nome do fundo de investimento, os referidos títulos e valores mobiliários.

Isto é, cabe ao gestor de recursos a seleção e análise de ativos financeiros e a alocação dos recursos em referidos ativos.

Cabe aqui, mencionar que umas das características do gestor é a discricionariedade na alocação dos recursos do fundo, ou seja, as alocações de investimento ficam subordinadas à política de investimento do fundo e a sua decisão individual. Ao gestor compete zelar pelo cumprimento da política de investimento, descrita no regulamento do fundo de investimento, sendo responsável pela colocação em prática da referida política.

Ainda, a prestação profissional da atividade de gestão permite uma maior eficiência na alocação de ativos, dada sua capacitação profissional para a seleção e análise de ativos que irão compor a carteira do fundo. Vejamos:

Além disso, a administração profissional e especializada do fundo tende a gerar rendimentos maiores do que o investidor individualmente conseguiria obter, já que profissionais atuantes na área dispõem de projeções, estudos e experiência que lhes permitem realizar aplicações com maior probabilidade de êxito.<sup>52</sup>

Por fim, compete também ao gestor definir sua política de votos referente aos ativos da carteira do fundo. Sobre este tópico, devemos mencionar neste estudo, que a definição de uma política de voto também está inserida no código de autorregulação da ANBIMA para fundos de investimento como uma das obrigações pertencentes ao gestor.

### **3.3.3 Cotista**

Vimos acima que dentre as principais figuras presentes no fundo de investimento está o cotista. Sem a existência do cotista não há função econômica para o fundo de investimento, pois será esta a figura que irá aportar recursos para que o fundo possa cumprir seu objetivo.

O cotista será o detentor das cotas emitidas pelo fundo, sendo, portanto, detentor de uma fração ideal do seu patrimônio. Veremos adiante, quando tratarmos das cotas dos fundos, sua conceituação jurídica e qual a forma que o cotista detém tal fração ideal do fundo.

Efetuada o aporte no fundo, o cotista receberá cotas equivalentes à divisão do patrimônio líquido do fundo pelo número de cotas emitidas.

Ao aportar seus recursos no fundo de investimento, o investidor passa a assumir a condição de cotista, sendo-lhe atribuída a titularidade de cotas representativas da significação econômica do

---

<sup>52</sup>EIZIRIK, Nelson. Op. cit. p. 77.



patrimônio do fundo. A quantidade de cotas que irá receber será estabelecida mediante a verificação da proporção entre a significação econômica aportada e a significação econômica do patrimônio do fundo.<sup>53</sup>

Cumpra aqui mencionar que, na interpretação do instituto formulada por Nelson Eizirik, não há relação de *affectio* entre os diversos cotistas de um fundo de investimento, sendo a inexistência de relação interpessoal entre estes irrelevantes para a constituição e funcionamento do fundo. Vejamos:

Os fundos de investimento, ao contrário do que ocorre com as companhias de investimento, apresentam uma feição contratual e não societária, uma vez que não há entre os investidores relação interpessoal associativa – *affectio*. Ao contrário, a relação dos investidores entre si é irrelevante para a constituição e funcionamento de um fundo, uma vez que, ao aderirem ao fundo, estes vinculam-se ao administrador, que lhes presta serviços de administração e gestão de seus recursos.<sup>54</sup>

O mencionado acima não significa ausência de relação entre cotistas, a ausência de *affectio* não deve ser interpretada como inexistência de relação entre eles, uma vez que há fórum legal – assembleia geral – na qual todos os cotistas comparecem e podem expressar sua opinião. Parte da doutrina externa exemplifica tal ausência de relação ao dizer que “a lei não prevê qualquer organização dos participantes – nem tampouco estes a pretendem – faltando assim, uma solução corporativa e, reconhecendo-lhes, individualmente, apenas o direito de examinar o relatório anual, semestral e mensal (artigos 34º e 35º do DL n. 276/94)”<sup>55</sup>.

Vejamos a seguir que, apesar da inexistência de *affectio*, há relação sim, mesmo que eventual, entre os cotistas de um fundo.

---

<sup>53</sup>FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p. 96.

<sup>54</sup>EIZIRIK, Nelson. Op. Cit. p. 77.

<sup>55</sup>Maria João Vaz Tomé *apud* Freitas, Ricardo dos Santos. Op. cit. p. 99.

Apesar de não caber aos cotistas direitos de uso e gozo dos bens que compõem a carteira do fundo de investimento, não podendo, portanto, interferir na administração ou gestão da carteira, estes possuem direitos políticos para exercício do direito de voto em assembleias do fundo, sendo sua decisão soberana, desde que exercida em conformidade com o regulamento e legislação, como nos posiciona Ricardo dos Santos Freitas:

O cotista não possui o uso e gozo direto dos bens que compõem a carteira do fundo. Adicionalmente, não tem poder direto de administração. Por outro lado, a vontade dos cotistas manifestada em assembleias gerais é soberana, desde que exercida nos limites da lei e do regulamento do fundo.<sup>56</sup>

Ainda, é assegurado aos cotista direito de informação, bem como o direito de convocação de assembleia de cotistas e definição da política de investimento a ser seguida pelo administrador ou gestor do fundo. Nesse sentido Ricardo dos Santos Freitas diz:

(...). Mas os cotistas têm, seguramente, direitos de informação, e podem, desde que reunidos em quórum definido pela legislação específica do fundo e pelo respectivo regulamento, solicitar a convocação de assembleia para tratar de assuntos de interesse de todos, podendo inclusive, no caso dos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 409/04, definir regras sobre a política de investimento a ser seguida pelo administrador.<sup>57</sup>

Neste diapasão, tendemos a concordar com o posicionamento externado por Ricardo de Freitas Santos. Não obstante a ausência de *affectio*, há sim relação entre os cotistas, uma vez que a assembleia geral possuiu amplos poderes para definir questões do fundo, inclusive sua liquidação.

---

<sup>56</sup>FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p. 98.

<sup>57</sup>idem, ibidem

### 3.3.4 Custodiante

A contratação de custodiante terceirizado é obrigatória, nos termos do artigo 57 da ICVM 409, apenas quando a entidade administradora do fundo não esteja habilitada para a prestação deste serviço.

Compreende o serviço de custódia a “guarda dos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo de investimento, controle das entidades de registros, efetivação da liquidação das operações envolvendo os títulos e valores mobiliários custodiados, assim como o zelo pela movimentação das contas correntes dos fundos de investimento.”<sup>58</sup>

A custódia de títulos e valores mobiliários pode ser caracterizada de duas formas, dependendo de sua fungibilidade dos ativos custodiados, isto é, pode ser fungível ou infungível. São fungíveis os títulos e valores mobiliários que não são necessariamente os mesmos que os depositados, possuindo, portanto, a mesma quantidade, qualidade e espécie e infungíveis aqueles que são exatamente os mesmos

Vejamos o que dispõe a Comissão de Valores Mobiliários sobre o tema:

Na custódia fungível, os valores mobiliários retirados não são, necessariamente, os mesmos depositados, embora tenham a mesma quantidade, qualidade e espécie. Ela não terá, sob qualquer circunstância, identificação de número ou série dos valores mobiliários, bem como marcas ou outras características que os individualizem. Na custódia infungível os valores retirados são exatamente os mesmos depositados.<sup>59</sup>

Neste tópico, é importante mencionar a importância do custodiante na estrutura dos fundos de investimento, sendo certo que, para a doutrina alienígena, a

---

<sup>58</sup>ROCHA, Tatiana Nogueira. Fundos de Investimento e o Papel do Administrador. São Paulo: Textonovo. 2003. p.146.

<sup>59</sup>Os serviços de custódia e ações escriturais <http://www.cvm.gov.br/port/protin/caderno2.asp> acesso em 30/04/2012

estrutura do fundo de investimento é tripartite, isto é, composta de cotista, administrador e custodiante, como se atesta pelas palavras de Ricardo de Santos Freitas:

A doutrina estrangeira costuma definir o fundo de investimento como figura tripartite, da qual fazem parte o cotista, o administrador e o custodiante<sup>60</sup>

É importante frisar que a legislação pátria carece de uma norma geral para os fundos de investimento e, diante desta constatação, devemos observar que a custódia de títulos e valores mobiliários dos fundos deve ser analisada conforme o tipo do fundo de investimento em estudo. Em nosso caso, devemos citar que a ICVM 409 é expressa ao exigir que os títulos e valores mobiliários componentes da carteira do fundo devem ser custodiados em entidades habilitadas.

Tal exigência não poderia ser diferente ao levarmos em consideração que a atividade de custódia de valores é atividade privativa de instituição financeira, conforme prescreve o artigo 17 da Lei nº 4.596/64 e regulada também pela Lei nº 6.385/64 como nos encerra Nelson Eizirik:

A custódia, por seu vez, somente pode ser exercida por instituições financeiras e entidades de compensação e liquidação. O serviço de custódia compreende o depósito de valores mobiliários sobre guarda (parágrafo único do artigo 24 da Lei 6.385/64) devendo tal, o preço cobrado por tais serviços constar expressamente do contrato de custódia.<sup>61</sup>

É importante salientar que a delegação por parte do administrador do serviço de custódia o obriga a estipular determinadas cláusulas contratuais, prescrevendo que (I) somente ordens emitidas pelo administrador, gestor ou por seus

---

<sup>60</sup> A identificação feita por Ricardo de Santos Freitas como sendo o fundo de investimento um estrutura tripartite decorre de seus estudos extraídos de TOMÉ, M.J.R.C.V. Notas sobre os aspectos financeiros e civis dos fundos de investimento mobiliário abertos. In: VEIGA, A. B. et.al. Direito dos Valores Mobiliários. v. I. [Coimbra]: Coimbra, 199, p.21. NIGRO, A. "Investment trust". In: Enciclopédia del Diritto. Milano: Giuffrè, v. XXII, 1972, p/ 700. COSTI, R. Fondi Comuni di Investimento. Profili Organizzativi. In: JAEGER, P.G. e CASELLA, P. I fondi comuni d'investimento. Milano: Giuffrè, 1984, p.92

<sup>61</sup> EIZIRIK, Nelson et. al. op. cit. p. 81.

representantes legais ou mandatários podem ser acatadas (II) vede a execução de ordens que não estejam vinculadas às operações do fundo e (III) estipule o preço do serviço.

Ainda, cumpre mencionar que a ANBIMA possui código de regulação e melhores práticas, que trata dos serviços qualificados, aí incluído o serviço de custódia qualificada. Tal atividade de custódia qualificada está descrita da seguinte forma em referido código: “liquidação física e financeira dos ativos,<sup>62</sup> sua guarda,<sup>63</sup> bem como a administração e informação de eventos associados a esses ativos.”<sup>64</sup>

Desta forma, podemos notar que o mercado define regras de melhores práticas no intuito de dar maior credibilidade, segurança e transparência ao serviço em epígrafe.

### 3.3.5 Auditoria

A contratação de auditor independente é obrigatória para os fundos de investimento, conforme podemos interpretar da redação do artigo 84 da ICVM 409, a

---

<sup>62</sup>Deste código podemos extrair que a liquidação consiste em “validação das informações de operações recebidas do cliente contra as informações recebidas da instituição intermediária das operações; informação às partes envolvidas de divergências que impeçam a liquidação das operações; e liquidação física e/ou financeira, em tempo hábil, em conformidade com as normas dos diferentes depositários e câmaras e sistemas de liquidação.” Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas dos Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais, pág. 4 disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/servicos-qualificados/regulacao/codigo-de-servicos-qualificados/Documents/Código%20Serviços%20Qualificados.pdf>> acesso em 12 mai. 2013.

<sup>63</sup>No tangente ao conceito de guarda de ativos, temos que esta consiste em “controle, em meio escritural, junto aos depositários, agentes escrituradores, câmaras e sistemas de liquidação ou em meio físico, dos ativos de titularidade do cliente; conciliação das posições registradas junto aos depositários, agentes escrituradores, câmaras e sistemas de liquidação e instituições intermediárias autorizadas ou mantidas em meio físico, perante os controles internos do custodiante; e responsabilidade pelas movimentações dos ativos registrados junto aos depositários, agentes escrituradores, câmaras e sistemas de liquidação e instituições intermediárias autorizadas ou mantidas em meio físico, bem como pela informação ao cliente acerca dessas movimentações. Caso não haja movimentações, o custodiante deverá remeter ou disponibilizar ao cliente demonstrativo de posição, no mínimo mensalmente, ou sempre que solicitado.” Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas dos Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais, pág. 5 disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/servicos-qualificados/regulacao/codigo-de-servicos-qualificados/Documents/Código%20Serviços%20Qualificados.pdf>> acesso em 12 mai. 2013.

<sup>64</sup>Neste mesmo código temos também que a administração e informação de eventos associados a esses ativos consiste em “monitorar continuamente as informações relativas aos eventos deliberados pelos emissores e assegurar a sua pronta informação ao cliente; receber e repassar ao cliente os eventos relacionados aos ativos em custódia. Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas dos Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais, Pág. 4 disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/servicos-qualificados/regulacao/codigo-de-servicos-qualificados/Documents/Código%20Serviços%20Qualificados.pdf>> acesso em 12 mai. 2013.

qual prescreve que as demonstrações financeiras devem ser auditadas ao final do exercício social, não sendo obrigatória para fundos em atividade há menos de 90 dias.

Cumprir mencionar que referido artigo 84 dispõe que devem ser observadas as normas que disciplinam o exercício da atividade de auditor independente.

Com efeito, tal atividade é atualmente regulamentada<sup>65</sup> pela Instrução CVM 308, de 14 de maio de 1999 com suas alterações posteriores, a qual prescreve que o auditor independente deve estar previamente registrado perante a Comissão de Valores Mobiliários, cumprindo os requisitos ali dispostos, bem como os deveres e responsabilidades prescritos na norma.

Em atendimento à referida norma, cumpre mencionar que os fundos de investimentos devem observar a regra de rodízio de auditores independentes disposta no artigo 31 da ICVM 308 que prevê a rotação em um prazo não superior a 5 (cinco) anos para a prestação de serviço da auditoria, observado um intervalo mínimo de 3 (três) anos para sua recontração.

### **3.3.6 Consultores de Valores Mobiliários**

Menos comum nos fundos de investimento regulados pela ICVM 409, não podemos deixar de citar os consultores de valores mobiliários para fins acadêmicos, pois uma vez que os fundos já contam com um profissional específico para a análise e seleção de ativos, figura do gestor, a contratação de um consultor de valor mobiliário teria, pelo menos em parte, uma atuação sobreposta à do gestor, atuando praticamente em parte na função deste.

Quanto à regulação, estes estão regulados pela Instrução CVM 43/85 e podem ser definidos como “a pessoa jurídica devidamente registrada na CVM para a

---

<sup>65</sup>A Instrução CVM nº 386, de 28 de março de 2003 que regulava a atividade de auditoria independente nos fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento financeiro e fundos de investimento no exterior foi expressamente revogada pela ICVM 409.

prestação de serviços, em caráter profissional e não discricionário, de assessoria na escolha para a aplicação de recursos do Patrimônio Financeiro, sem execução de ordens.”<sup>66</sup>

Ainda, considerando que a Instrução 43/85 carece de requisitos delimitados para a concessão de autorização para o exercício da atividade de consultor de títulos e valores mobiliários “o Colegiado da CVM, em reunião de 19/08/2008, estabeleceu os requisitos a serem exigidos para fins da concessão do credenciamento de consultor de valores mobiliários”,<sup>67</sup> sendo que os documentos<sup>68</sup> necessários para a concessão do registro estão mencionados no Ofício Circular/CVM/SIN/Nº 4/2012.

Importante frisar que, diante do conceito acima exposto, o consultor de valores mobiliários não possui poderes discricionários para alocação e aplicação de

---

<sup>66</sup>Definição encontrada no Código de Regulação e Melhores Práticas de Gestores de Patrimônio Financeiro da ANBIMA.

<sup>67</sup> OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 4/2012 disponível em: <www.cvm.gov.br> acesso em 20/02/2013

<sup>68</sup>“Os documentos demandados são os seguintes: 1. Pessoas naturais: (I) requerimento assinado pelo interessado que conte com as razões pelas quais entende estar apto para o exercício da atividade; (II) cópia do currículo e dos comprovantes dos principais cursos nele mencionados; (III) comprovante de inscrição no CPF e cópia da carteira de identidade; (IV) documentação que comprove a sua experiência e que circunstancie a natureza das atividades exercidas pelo interessado, devendo sua experiência profissional em atividade que revele aptidão para a análise de investimentos perfazer prazo mínimo de três anos (esta exigência fica dispensada para os credenciados como analistas de valores mobiliários, que deverão apenas fazer prova desta condição, na forma prevista na regulamentação vigente sobre a atividade de analista); (V) formulário cadastral que conte com seu nome completo, CPF, endereço, telefone, fac-símile e e-mail; (VI) declaração assinada pelo requerente, informando: (a) se está inabilitado para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM ou BACEN, sociedades seguradoras, entidades de previdência privada e companhias abertas; (b) se foi condenado por crime falimentar, de prevaricação, de corrupção ativa ou passiva, concussão, manipulação de mercado, uso indevido de informação privilegiada, exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função no âmbito do mercado de valores mobiliários, peculato, contra a economia popular, a fé pública, a propriedade, o Sistema Financeiro Nacional ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos; (c) se está incluído no Cadastro de Emitentes de Cheques sem Fundo; (d) se tem contra si títulos levados a protesto; (e) se, nos últimos cinco anos, sofreu alguma punição em decorrência de atuação na administração ou no conselho fiscal de entidade sujeita ao controle e fiscalização da CVM, do BACEN, da SPC ou da SUSEP; e (f) se seus bens, por força de decisão judicial ou de autoridade administrativa, estão indisponíveis.2) Pessoas jurídicas: (I) requerimento assinado pelo representante legal da pessoa jurídica; (II) cópia dos atos constitutivos devidamente consolidados; (III) comprovante de inscrição no CNPJ; (IV) informações sobre o perfil de investidor com que se pretende atuar; (V) documento com indicação do responsável pela atividade; e (VI) formulário cadastral que contenha, ao menos, a denominação social e comercial da sociedade, CNPJ, endereço para correspondência, telefone, fac-símile, e-mail e o responsável pela atividade. O credenciamento da pessoa jurídica é condicionado à designação de um diretor responsável, que deve estar credenciado como consultor de valores mobiliários - pessoa física - junto à CVM.” OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 4/2012 disponível em: <site www.cvm.gov.br> acesso em 20 fev. 2013.

recursos e, uma vez contratado para prestar serviço ao fundo de investimento, fica-lhe vedada a execução de ordens de aquisição de títulos e valores mobiliários, as quais deverão sempre ser executadas pelo gestor ou administrador do fundo, conforme for o caso.

### **3.3.7 Distribuidor**

A atividade de distribuição de títulos e valores mobiliários está posta em nosso ordenamento jurídico por meio da Lei nº 6.385/64 que regula o mercado de valores mobiliários.

Como veremos adiante, sendo as cotas de fundos de investimento valores mobiliários, somente agentes integrantes do sistema de distribuição, assim como definidos no capítulo III da lei retromencionada, podem realizar a distribuição das cotas dos fundos de investimentos.

Foco do nosso estudo, os fundos de investimento regulados pela ICVM 409 podem ser distribuídos pelo próprio administrador, na hipótese em que este seja integrante do sistema de distribuição, ou por terceiro contratado. É importante frisar que os fundos constituídos sob a égide desta instrução e administrados por pessoa jurídica ou física não integrante do sistema de distribuição, deverão obrigatoriamente contratar pessoa jurídica habilitada para tanto. Vejamos a ponderação feita por Ricardo de Santos Freitas:

No fundo de investimento regulado pela Instrução CVM n. 409/2004, cuja administração pode ser exercida por pessoa que não seja membro do sistema de distribuição, tal previsão se encontra expressa no caput do art. 57, combinado com inciso IV do parágrafo 1º do seu artigo 56.<sup>69</sup>

Cumpra ainda mencionar que a contratação de mais de um distribuidor é permitida em nosso ordenamento jurídico e sua prática é salutar, pois permite a capilaridade e maior alcance de novos investidores para o fundo.

---

<sup>69</sup>FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p. 101.



### 3.3.7.1. Agentes Autônomos de Investimentos

Dada sua relevância para a distribuição de fundos, os agentes autônomos merecem ser citados no presente trabalho.

A regulação dos agentes autônomos de investimentos está prevista pela Instrução CVM 497 de 3 de junho de 2011 que entrou em vigor no dia 1º de janeiro de 2012 (“ICVM 497”).

Conforme prescrito no artigo 1º da ICVM 497, “agente autônomo de investimento é a pessoa natural<sup>70</sup>, registrada na forma desta instrução, para realizar, sob a responsabilidade e como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, as atividades de: (I) prospecção e captação de clientes; (II) recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor; e (III) prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante o sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado.”

O surgimento do agente autônomo de investimento foi fundamental na distribuição de valores mobiliários para os intermediários, os quais ainda hoje estão localizados nas grandes capitais do país. Assim, viabiliza-se uma maior capilaridade do mercado de capitais brasileiro.<sup>71</sup>

---

<sup>70</sup>É permitido ao agente autônomo de investimento a constituição de sociedade ou firma individual para a execução das atividades previstas no art. 1º da ICVM 497, conforme disposto no art. 2º desta instrução.

<sup>71</sup>Tal constatação está expressa na audiência pública n 03/2010 da Comissão de Valores Mobiliários “Durante as discussões preliminares sobre a adoção desta regra de exclusividade, a CVM recebeu manifestações de representantes de alguns segmentos da indústria, que alegavam que uma solução desta natureza não apenas seria desnecessária para determinados tipos de serviços, que hoje também se utilizam de estruturas de distribuição por meio de agentes autônomos de investimento, como também acabaria gerando distorções. Neste sentido, por exemplo, a distribuição de cotas de fundos para investidores qualificados, sobretudo institucionais, costuma se apoiar sobre a atuação de agentes autônomos. Em tais casos, a contratação da estrutura de distribuição deve, na forma da regulamentação hoje em vigor, ser efetuada pelos administradores dos fundos, que podem variar a cada caso, de modo que um mesmo gestor pode gerir carteiras compostas por fundos que são administrados por mais de um administrador.”

Os agentes autônomos de investimento percebem sua remuneração mediante o recebimento de um percentual da taxa de administração e taxa de performance dos fundos de investimentos.

O artigo 13 da ICVM 497 vedou expressamente que o agente autônomo seja contratado por mais de uma instituição do sistema de distribuição de valores mobiliários, salvo para a distribuição exclusiva de cotas de fundo de investimento para investidores qualificados, conforme parágrafo segundo, o que comprova a sua importância para a indústria de fundos de investimento.

A redação do parágrafo segundo<sup>72</sup> em questão suscitou dúvidas no mercado, sendo que duas interpretações surgiram: (I) a exclusividade seria na hipótese da distribuição de fundos destinados apenas a investidores qualificados ou (II) a distribuição de cotas de quaisquer fundos - destinados ou não a investidores qualificados - desde que os investidores sejam investidores qualificados.

Em nossa opinião, a não exclusividade deveria atingir todas as espécies de fundos, uma vez que o tratamento dos dados aos fundos de investimento não deve ser equiparado ao tratamento dado às ações de companhias abertas, foco principal da atividade dos agentes autônomos e da legislação, conforme pode ser depreendido do edital da audiência pública da legislação pertinente aos agentes autônomos de investimento.

### **3.3.8 Agências de Classificação de Risco**

As agências de classificação de risco surgiram no início do séc. XX, sendo seu marco inicial datado em 1909, quando foi lançado aquilo que se pode denominar como o primeiro livro sobre as classificações de crédito de um determinado mercado.<sup>73</sup> As agências de classificação de risco possuem o caráter de avaliar os riscos existentes aos investidores interessados em um determinado investimento, no

---

<sup>72</sup>§ 2º O disposto no inciso I não se aplica aos agentes autônomos que realizam exclusivamente a distribuição de cotas de fundo de investimento para investidores qualificados.

<sup>73</sup>On watch. The Economist "Since 1909, when John Moody issued his first-ever ratings of company debt (on some 200 American railroads), credit-ratings have become ubiquitous there" disponível em: <<http://www.economist.com/node/321761>> acesso em 10 out. 2012.

caso de nosso estudo, os fundos de investimento e seus ativos subjacentes, ou mesmo os riscos do mercado como todo de um determinado país.

As agências atuam no mercado de duas modalidades, na primeira ela é contratada pelo respectivo agente, para que classifique o risco de uma determinada emissão (e.g. emissão de cotas de fundos de investimento).

Nesta primeira modalidade, deve-se salientar, que as agências de classificação de risco não realizam auditorias formais nas companhias e nem buscam por fraudes, sua análise será detalhada conforme a qualidade das informações fornecidas pela empresa no momento da classificação.<sup>74</sup>

Outra forma, quando a empresa sem ser contratada emite a classificação, para que possa, no futuro, adquirir novos negócios.

Recentemente a CVM editou a Instrução CVM n. 521, de 25 de abril de 2012 que trata da atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários, com as regras e requisitos necessários para a prestação do referido serviço.

Referida instrução é o marco regulatório das agências de classificação de risco e define em seu artigo 1º, I o conceito de agência de classificação de risco como a “pessoa jurídica registrada ou reconhecida pela CVM, que exerce profissionalmente a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários” e em seu item II o conceito de classificação de risco de crédito como “atividade de opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários.”

Ainda, prescreve a referida instrução que somente agências registradas junto à CVM, no caso de agências domiciliadas no Brasil ou reconhecidas por esta

---

<sup>74</sup>Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets disponível em: <<http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>>, 2003 acesso em 10 fev. 2013.

autarquia, em caso de agências domiciliadas no exterior, podem prestar o serviço de classificação de risco de crédito.

Desta forma, as agências de classificação de risco de crédito passam a ser supervisionadas e a estarem sujeitas às normas emanadas pela Comissão de Valores Mobiliários, contando, desta forma, com um maior rigor na emissão de seus pareceres, devendo cumprir determinadas normas de conduta<sup>75</sup> e sujeitando-se a penalidades, no caso de infração à norma supramencionada.

### **3.3.9 Outros Participantes**

Por fim, devemos mencionar que a ICVM 409 permite, por meio do seu artigo 63, a criação, por iniciativa dos cotistas, do administrador ou do gestor, de conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos.

Tais conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos, não reduzem as responsabilidades dos prestadores de serviços do fundo e não podem ser remunerados a expensas do fundo.

Nos termos do parágrafo primeiro do artigo 63, as atribuições, composição e os requisitos para convocação e deliberação dos conselhos e comitês farão parte do regulamento do fundo.

Ainda, compete aos membros de referidos conselhos ou comitês, informar ao administrador do fundo, potenciais conflitos de interesse, cabendo a este, respectivamente, informar aos cotistas.

---

<sup>75</sup>Segundo o art. 19 da ICVM 521 a agência de classificação de risco deve: (I) exercer suas atividades com probidade, boa fé e ética profissional; (II) comunicar à CVM, tão logo tenha conhecimento, condutas dos analistas e demais pessoas envolvidas no processo de emissão de classificação de risco de crédito que possam configurar indício de infração às normas emitidas pela CVM; (III) diante de uma situação de conflito de interesses, informar à requerente que está agindo em conflito de interesses e quais as fontes desse conflito, antes de emitir a classificação de risco; (IV) rever todo o trabalho relevante do analista de classificação de risco de crédito nos 2 (dois) anos anteriores à sua saída do quadro de empregados da agência de classificação de risco de crédito, caso tenha ido trabalhar para entidades avaliadas ou partes a elas relacionadas; e (V) elaborar código de conduta.

Conforme mencionado, a existência de conselhos ou comitês não exime o administrador e/ou o gestor de suas responsabilidades. No entanto, não podemos nos furtar de mencionar que os conselhos ou comitês podem ter papel relevante na composição dos investimentos dos fundos, podendo muitas vezes determinar as diretrizes de investimento e desinvestimento, deliberar sobre alterações na composição da carteira do fundo e determinar a participação do fundo em assembleias referentes aos ativos investidos pelo fundo.<sup>76</sup>

Desta forma, sem prejuízo das deliberações e definições dos conselhos ou comitês, caberá sempre ao administrador e/ou gestor decidir o momento de execução das referidas deliberações, bem como a conveniência econômica do movimento dentro das políticas de investimentos e perfil de riscos do fundo. Com isso, podemos dizer que as decisões tomadas pelos comitês ou conselhos não são soberanas à decisão do administrador e/ou gestor.

### **3.4 Segregação de Atividades**

A segregação das atividades de administração (*chinese wall*) de carteira das demais atividades da pessoa jurídica é tema de grande relevância ao tratarmos de administração de recursos de terceiros, inclusive mediante a utilização de fundos de investimento.

A ICVM 306 prescreve a segregação física e operacional das demais atividades eventualmente prestadas pela instituição regida sob referida instrução. Vejamos seu artigo 15:

Na administração de carteira de valores mobiliários deve ser assegurada a completa segregação das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, devendo ser adotados procedimentos operacionais (...)

---

<sup>76</sup>Regulamento do Matisse 18 fundo de Investimento em Ações, art. 43, disponível em: <<http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/defaultCPublica.asp>> acesso 15/05/2013.

A ICVM 409 também trata do tema de segregação ao explicitar em seu artigo 80 que “o fundo deve ter escrituração contábil própria, devendo as contas e demonstrações contábeis do mesmo serem segregadas das do administrador.”

Podemos dizer que a segregação das atividades está diretamente relacionada à transparência na administração de fundos de investimento. Vejamos:

A transparência na administração dos fundos de investimento é de tal importância que a regulamentação do setor impõe aos administradores a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição (política denominada *chinese wall*) e a implementação de rígidos controles internos, por intermédio de políticas de compliance.<sup>77</sup>

Ao explicitar as regras sobre segregação física entre a área de administração e demais áreas, a instrução permite que na ausência de espaços físicos separados, sejam definidas de forma clara e precisa a utilização dos equipamentos e arquivos comuns a mais de uma área.<sup>78</sup>

Ainda, a instrução explicita que devem ser observadas regras relativas à utilização de informações confidenciais, implementação e manutenção de programa de treinamento para indivíduos que tenham acesso a tais informações e acesso restrito e controle de acesso de informações confidenciais.<sup>79</sup>

Por fim, no inciso VI do referido artigo 15, estabelece que a instituição deve possuir política relacionada à compra e venda de valores mobiliários por parte de funcionários, diretores e administradores da entidade.

Sendo tema de grande relevância, a segregação de atividades foi tratada no OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 4/2012 de forma específica, com o intuito de deixar cristalina a importância da mitigação de conflitos de interesse por meio de políticas e

---

<sup>77</sup>DOTTA, Eduardo Montenegro. Op. cit. p.111.

<sup>78</sup>Art. 15, I - a segregação física de instalações entre áreas responsáveis por diferentes atividades prestadas relativas ao mercado de capitais, ou definição clara e precisa de práticas que assegurem o bom uso de instalações, equipamentos e arquivos comuns a mais de um setor da empresa.

<sup>79</sup>Veja incisos II, III e IV do artigo 15 da ICVM 306

manuais específicos elaborados pelas entidades participantes no exercício de suas funções.

Quanto à política de segregação de atividades, referido ofício obriga a elaboração de manual apenas na hipótese de realização de mais de uma atividade e prescreve:

Políticas de Segregação das Atividades (Artigo 15, inciso I) – apresentado apenas quando a empresa desenvolva mais de uma atividade. Visa demonstrar a total separação das áreas ou apresentar as regras de segregação adotadas, com discriminação, no mínimo, daquelas relativas às instalações e equipamentos, com detalhamento, pelo menos, dos computadores utilizados, redes, fac-símiles, telefones e arquivos.<sup>80</sup>

No tangente à confidencialidade das informações, podemos notar que a preocupação da autarquia reside na definição de quem possui acesso e forma de controle objetivando-se a segregação das informações dos demais funcionários. Vejamos:

Políticas de Confidencialidade (Artigo 15, inciso II) – definem as políticas de sigilo e conduta adotadas, com detalhamento das exigências cabíveis, no mínimo para os seus sócios, administradores, colaboradores e funcionários. Além disto, estas regras devem identificar os detentores de informações privilegiadas em função de seu cargo ou atribuição, de forma a estabelecer uma Barreira de Informações com os demais funcionários.<sup>81</sup>

Especificamente ao artigo 15, inciso III, o objetivo é assegurar a efetividade das políticas de segregação por meio da realização de treinamentos aos seus sócios, administradores, colaboradores e funcionários.

Tema fundamental, a política de segurança tem como objetivo a identificação

---

<sup>80</sup>OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 4/2012

<sup>81</sup>Idem, Ibdem

de funcionários que possuem acesso a informações, com o intuito de possibilitar a identificação destes e a respectiva responsabilização em caso de vazamento de tais informações. Neste sentido, será por meio da identificação destes, que a Comissão de Valores Mobiliários poderá punir aqueles que se utilizem de informação privilegiada. Com esta mesma preocupação o ofício dispõe sobre a política de negociação pessoal:

Políticas de Negociação Pessoal (Artigo 15, inciso V) – expressam as políticas de restrição para negociações com valores mobiliários, no mínimo, por parte dos sócios, administradores, colaboradores e funcionários e em especial, dos que possuem informações privilegiadas. Devem figurar especificamente no Termo de Adesão Individual.<sup>82</sup>

Ainda, segundo referido ofício, a elaboração de manuais pela instituição deve prever no mínimo “(I) políticas adotadas pela sociedade, com descrição clara, objetiva e detalhada dos critérios corporativos adotados e que conte com modelo do Termo de Adesão que deverá ser assinado pelo interessado; (II) *compliance*, que conte com descrição da forma como será feito o acompanhamento das políticas e, a designação do responsável por essa atividade; e (III) *enforcement*, com previsão das sanções cabíveis em caso de descumprimento das políticas e também do responsável designado para essa atividade.”

### **3.5 Adequação de Investimento ao Perfil de Risco (*Suitability*)**

Tema atual em nosso ordenamento jurídico, recentemente fruto de audiência pública junto à Comissão de Valores Mobiliários, a verificação da adequação dos investimentos ao perfil do investidor deve aqui ser tratada.

A adequação do investimento ao perfil do cotista é um dos principais deveres que devem ser respeitados pelos distribuidor do fundo de investimento, seja ele o próprio administrador ou terceiro por este contratado.

---

<sup>82</sup>Idem, Ibdem



A Comissão de Valores Mobiliários definiu o assunto em edital da referida audiência pública, conforme segue:

Esse dever decorre da necessária proteção aos investidores do mercado, que implica a obrigação de o participante de mercado atuar com boa fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes.

Com efeito, podemos identificar que a principal função da verificação da adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente está relacionada à tutela que se pretende resguardar em relação aos investidores

No que tange aos fundos de investimento, estamos claramente diante da proteção que se deve dar aos cotistas de forma prévia ao seu investimento, sem prejuízo das demais proteções posteriores relacionadas às questões fiduciárias resguardadas.

Neste sentido, compete ao agente distribuidor verificar determinados quesitos junto aos potenciais cotistas antes de ofertar as cotas do fundo de investimento em questão, tais como (I) conhecimento em relação ao mercado financeiro e de capitais; (II) horizonte de investimentos; (III) necessidade de liquidez e respectivos prazos; (IV) fase financeira (acumulação, desinvestimento ou preservação do capital); (V) objetivo dos investimentos e (VI) patrimônio condizente com o risco tomado, seja com relação ao emissor do ativo adquirido ou com relação ao ativo propriamente dito, dentre outros.

Vejamos o que nos ensina o direito estrangeiro sobre o assunto:

As fiduciaries, investment advisers owe their clients a duty to provide only suitable investment advice. This duty generally requires an investment adviser to determine that the investment advice it gives to a client is suitable for the client taking into consideration the client's

financial situation, investment experience, and investment objectives.<sup>83</sup> (grifo nosso)

Será por meio da análise das respostas aos quesitos acima mencionados, que o distribuidor poderá ofertar o investimento adequado ou o gestor de patrimônio financeiro poderá elaborar o melhor portfólio de investimento aos seus clientes, de forma a buscar preservação do capital investido com base nos riscos por estes tolerados.

Conforme mencionado acima, atualmente ainda não possuímos regulação específica sobre o tema, porém a mesma encontra-se em edição pela Comissão de Valores Mobiliários. Ainda, o Código de Regulação e Melhores Práticas – Fundos de Investimento, editado pela ANBIMA já traz capítulo específico sobre *suitability*.

A importância da adequada realização do *suitability* é fundamental para a verificação de responsabilidades do ente que distribui as cotas do fundo de investimento sem observância e/ou respeito ao perfil de cotista no momento de alocação de seus recursos.

Neste diapasão, é importante lembrar que a redução da taxa de juros em um país acostumado com o retorno na casa de dois dígitos por ano, sem risco relevante, faz com que os gestores dos fundos de investimento cada vez mais encontrem desafios para obter retornos mais expressivos aos investidores.

Nessa busca desenfreada por retorno financeiro, o *suitability* torna-se instrumento muito importante para que o investidor não corra maior risco do que está disposto ou mesmo que tenha conhecimento.

---

<sup>83</sup>Como fiduciários, os *Investment adviser* possuem para com seus clientes o dever de prover apenas aconselhamentos de investimentos adequados com seu perfil. Este, deve, geralmente, requer que o *investment adviser* determine que o aconselhamento de investimento que ele fez, seja adequado ao seu cliente, levando em consideração a situação financeira, a experiência e os objetivos do cliente.(tradução livre). Investment Advisers Act Release No 1406 in SPANGLER, Timothy. Op. cit. p. 118.

### 3.6 Regulação

A regulação do mercado financeiro e de capitais consiste em instrumentos ou mecanismos estatais que visam a intervir nas atividades desenvolvidas pelo mercado financeiro e de capitais.<sup>84</sup> Tais mecanismos consistem na criação de normas, atos administrativos, fiscalização e punição dos infratores.

Nesse sentido, pode-se dizer que o regulador exerce um poder normativo, poder executivo e poder “parajudicial”.<sup>85</sup>

Antes de adentrarmos nas normas infraconstitucionais, devemos mencionar que o arcabouço regulatório e pressuposto de validade das normas reguladoras do sistema financeiro nacional está inserida sob a égide do artigo 192 da Constituição Federal de 1988. Vejamos:

As normas que regulam o direito dos mercados financeiros e de capitais encontram-se hierarquicamente organizadas, estando o seu pressuposto de validade inserido no artigo 192 da Constituição Federal de 1988, que delinea os nortes a serem seguidos pelo legislador infraconstitucional, quando da regulamentação infraconstitucional da matéria.<sup>86</sup>

No campo infraconstitucional devemos citar a estrutura básica de normas norteadoras do sistema financeiro nacional, sendo estas, a Lei nº 4.595/64 que criou o Conselho Monetário Nacional (CMN) o Banco Central do Brasil (BCB) e na Lei nº 6.385/76 que criou a Comissão de Valores Mobiliários. Cumpre ainda mencionar o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), que atua como órgão revisor das decisões do BCB e da Comissão de Valores Mobiliários.

Cumpre ainda mencionar que, o artigo 192 da Constituição Federal, com redação dada pela Emenda Constitucional no 40/03, prevê que o sistema financeiro

---

<sup>84</sup>YASBEK, Otávio, Regulação do Mercado financeiro e de capitais, Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 179-180.

<sup>85</sup>YASBEK, Otávio, op. cit. p. 180.

<sup>86</sup>DOTTA, Eduardo Montenegro. Op. cit. p.84.

nacional será regulado por leis complementares. No entanto, ausente lei complementar reguladora do sistema financeira, temos que a Lei nº 4.595/64, 4.728/65 e 6.385/76 foram recepcionadas pela Carta Magna, estando, portanto, em pleno vigor e como normas infraconstitucionais do sistema financeiro nacional.<sup>87</sup>

Não podemos também deixar de mencionar a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e a Secretaria de Previdência Complementar que emitem normas a respeito da composição da carteira dos fundos de investimento relacionados à previdência privada e previdência de entidades fechadas respectivamente.

No tocante aos fundos de investimento, a regulação destes está adstrita especialmente à Comissão de Valores Mobiliários – CVM, sendo certo que o atual trabalho se concentrará sobre a Instrução CVM 409/04.

A Comissão de Valores Mobiliários é uma autarquia federal, criada em 1976 para a regulação do mercado de capitais.

Neste sentido é mister citar o jurista Nelson Eizirik sobre a atuação da Comissão de Valores Mobiliários no âmbito do mercado de valores mobiliários:

Assim o mercado de valores mobiliários mereceu, por parte do Estado, uma disciplina própria, consubstanciada na edição específica sobre a matéria – a Lei nº 6.385/1976 – e, ainda, na criação de um órgão estatal – a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – com finalidade de disciplinar, regular e fiscalizar, exclusivamente, esse segmento do Sistema Financeiro Nacional.

À Comissão de Valores Mobiliários compete regulamentar e fiscalizar as atividades dos intermediários, as bolsas e as companhias emissoras de valores mobiliários. Vejamos o que diz Otavio Yazbek sobre o assunto:

A ela incumbe, nos termos da Lei nº 6385/1976, regulamentar e fiscalizar não apenas as atividades dos intermediários que operam sob a sua esfera de competência, mas também as atividades das

---

<sup>87</sup>DOTTA, Eduardo Montenegro. Op. cit. p.84.

bolsas e das companhias emissoras de valores mobiliários (sendo, todos esses agentes, relacionados no art. 15 da Lei 6.385/1976).

Desta forma, é importante notar que à Comissão de Valores Mobiliários caberá a regulação e fiscalização de diversos participantes do mercado de valores mobiliários e diversas atividades, como podemos extrair das palavras de Rubens Requião:

Estão sujeitas à disciplina e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários as seguintes atividades: a emissão e distribuição de valores mobiliários; negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores e bolsas de mercadorias e futuros; a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; as atividades das auditorias das companhias abertas; os serviços de consultor e analista de valores mobiliários. A Comissão terá jurisdição em todo o território nacional.<sup>88</sup>

Com efeito, como poderemos notar ao longo do desenvolvimento do presente trabalho, todos os aspectos acima mencionados pelo professor Rubens Requião encontram-se inseridos no contexto da regulação dos fundos de investimento.

Por fim, cumpre ressaltar que foi somente com a edição da Lei nº 10.303, de 31 de Outubro de 2001 que se inseriram as cotas dos fundos de investimento ao rol dos valores mobiliários. A Comissão de Valores de Mobiliários passou a ter plena competência para regular os assuntos atinentes aos fundos de investimento.

### **3.7 Autorregulação**

Quanto à autorregulação, o que se pretende tratar aqui não é aquela proveniente da Bolsa de Valores,<sup>89</sup> mas sim da Associação Brasileira das Entidades

---

<sup>88</sup>REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial, v. 2 São Paulo: Saraiva. 2003. p. 23

<sup>89</sup>Sobre o tema, devemos citar Octavio Yazbek ao nos dizer: "Naturalmente, nos regimes em que as bolsas recebem competência por força de disposições legais específicas (competência, portanto, originária da lei, e não derivada da competência do regulador, assim como naquelas em que elas detêm status de auxiliares do poder público (caso em que se pode apresentar também aquela competência derivada, nos limites estabelecidos pela legislação), aumenta também as possibilidades

dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA, entidade privada que congrega mais de 340 instituições, dentre bancos comerciais, múltiplos e de investimento, *asset managements*, corretoras, distribuidoras de valores mobiliários e consultores de investimento.

Com efeito, é possível dizer que a autorregulação encerra regras elaboradas pelos membros da entidade autorreguladora, com o intuito de elevar a qualidade dos serviços e promover maior credibilidade aos usuários dos serviços prestados por tais participantes.

Neste sentido, se por um lado compete à Comissão de Valores Mobiliários a edição de normas, a fiscalização e a supervisão dos agentes envolvidos na indústria dos fundos de investimento, cabe à ANBIMA a função de complementar a regulação estatal por uma iniciativa privada proveniente dos próprios participantes do mercado<sup>90</sup>, em um movimento volitivo de se autorregularem

Desta forma, mister citar Octavio Yazbek ao tratar do tema de autorregulação em sua elementar obra sobre o assunto:

Como ocorre com a regulação estatal, a autorregulação se corporifica em mais de uma dimensão, abrangendo uma faculdade genérica de autorregulamentação, uma faculdade de auto-execução e uma faculdade de aplicar punições, ou seja, de autodisciplina.

Destarte, fica evidente que a autorregulação tem o intuito de congrega os participantes do mercado, com o fim precípua de tornar este mais transparente e atrativo aos usuários, de forma a precaver eventuais conflitos que, necessariamente, seriam tratados pelos órgãos estatais reguladores.

---

para a instância autorreguladora. Como já restou evidenciado, o principal campo para as atividades de autorregulação no mercado financeiro é o das estruturas bursáteis, o que decorre até, quase naturalmente, das atividades de organização e de administração de sistemas de negociação e da necessidade de proteção dos mecanismos de formação de preços (Wymeersch, 1998, p.34).” op. cit. p 210.

<sup>90</sup>CALADO, Luiz Roberto, Regulação e Autorregulação do Mercado Financeiro, São Paulo, Saint Paul Editora, 2009, p. 57.

Sendo a autorregulação, realizada pela ANBIMA, uma congregação de regras emitidas por órgão eminentemente privado, cumpre mencionar qual a forma de apuração e execução de penalidades aplicadas aos seus membros.

Com fins de regular a forma como serão apurados os descumprimentos às regras estabelecidas nos códigos de regulação e melhores práticas, a entidade possui código de processos, no qual regula a forma de condução de processos para a apuração dos descumprimentos mencionados.

A existência de um código de processos, criado pela ANBIM, traz benefícios para o mercado, tais como, valorização da autorregulação, segurança jurídica e prevenção de questões judiciais.<sup>91</sup>

Com relação à exequibilidade das decisões proferidas no âmbito da ANBIMA, devemos dizer que por ter a relação entre entidade e seu participante um caráter eminentemente contratual e, diante a ausência de um título executivo extrajudicial, restará à ANBIMA o ingresso de um processo de conhecimento de natureza condenatória junto ao judiciário.<sup>92</sup>

Por fim, a crítica que podemos fazer à autorregulação reside na ausência de outros agentes que não os agentes regulados na constituição das regras de autorregulação. Isto, por sua vez pode gerar conflitos de interesse por parte do agente regulador e do agente regulado.<sup>93</sup>

Tal potencial conflito pode ser evitado com a criação de subdivisões administrativas internas e a integração entre o autorregulador e os reguladores estatais.

### **3.7.1 Código de Regulação e Melhores Práticas – Fundos de Investimento – ANBIMA (“Código”)**

---

<sup>91</sup>GOBBI, Juliana Vianna Lacreta. Exequibilidade das decisões proferidas no âmbito dos processos de regulação e melhores práticas da ANBIMA. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 77.

<sup>92</sup>GOBBI, Juliana Vianna Lacreta. Op. cit. p.109.

<sup>93</sup>YASBEK, Otávio. Op. cit. p. 210.

Com o intuito de orientar os participantes envolvidos na indústria de fundos de investimento, a ANBIMA editou código específico de regulação e melhores práticas para definir parâmetros relacionados à constituição e funcionamento de fundos de investimento.

A abrangência do código está definida na Deliberação 1-A emitida pela ANBIMA, que define como fundos de investimento, para efeitos do Código, os Fundos de Investimento ou fundos de investimentos em cotas, regulados pela ICVM 409 e os fundos de investimento em direitos creditórios e fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios.

Conforme previsto no artigo 1º do referido código, este tem o intuito de estabelecer para as instituições participantes: (I) concorrência leal, (II) padronização de seus procedimentos; (III) maior qualidade e disponibilidade de informações sobre fundos de investimento e (IV) elevação dos padrões fiduciários e a promoção das melhores práticas do mercado.

O código visa complementar a legislação pertinente, adicionando uma série de imposições aos membros da ANBIMA aderentes ao código. Tais imposições podem ter como exemplo os princípios gerais dispostos no artigo 6º do Código que especifica que devem os participantes *“(I) desempenhar suas atribuições buscando atender aos objetivos descritos no regulamento e prospecto do Fundo de Investimento; (II) cumprir todas as suas obrigações, devendo empregar no exercício de sua atividade, cuidado que toda pessoa prudente e diligente costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, respondendo por infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas; (III) evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com os cotistas; (IV) evitar práticas que possam vir a prejudicar a indústria de fundos de Investimento e seus participantes.”*

Ao elaborar um código de regulação e melhores práticas para os fundos de investimento, fica clara a importância desta indústria no âmbito do mercado financeiro e de capitais. Ante a existência deste código, os investidores passam a contar com uma tutela extra estatal na proteção de seus interesses e na transparência existente neste mercado.



Ao nos depararmos com diretrizes e princípios comuns, dirigidos aos provedores de serviços prestados aos fundos e, respectivamente, aos investidores, podemos afirmar que um mercado mais uniforme e com menos assimetrias tende a se formar, pois tais normas e princípios são amplamente debatidos e, não obstante sejam elaborados pelos próprios agentes regulados, tem a finalidade comum de atribuir melhores serviços e condutas no âmbito do mercado.

### **3.8 Responsabilidade dos Administradores e Gestores**

Ao se falar em responsabilidade dos administradores e gestores devemos citar o disposto no artigo 17 da ICVM 306 “A pessoa natural ou jurídica, no exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários, é diretamente responsável, civil e administrativamente, pelos prejuízos resultantes de seus atos dolosos ou culposos e pelos que infringirem normas legais, regulamentares ou estatutárias, sem prejuízo de eventual responsabilidade penal e da responsabilidade subsidiária da pessoa jurídica de direito privado que a contratou ou a supervisionou de modo inadequado”.

Ao falarmos de responsabilidade no âmbito do mercado de capitais, é dever mencionar o que se pretende tutelar e, nesse sentido, podemos extrair da obra tutela coletiva de valores mobiliários, escrita por Lionel Zaclis:

“Só se pode conceber a existência e bom funcionamento desse mercado se os investidores depositarem confiança no sistema, o que implica não apenas eficiência do órgão regulador, no caso a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, senão também a eficácia das medidas judiciais necessárias à efetiva proteção dos interesses dos investidores.”<sup>94</sup>

Diante do disposto no referido artigo, abaixo iremos detalhar as três esferas de responsabilidade que tais entes participantes estão sujeitos: responsabilidade administrativa, responsabilidade civil e responsabilidade penal.

---

<sup>94</sup>ZACLIS, Lionel. Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais. São Paulo: Editoria Revista dos Tribunais, 2007. p. 158

### 3.8.1 Responsabilidade Administrativa

No tocante aos ilícitos administrativos e penais a seguir descritos é mister salientar que ambos diferem-se apenas por questões meramente formais, como podemos depreender nas palavras de Nelson Eizirik:

A distinção entre ilícito administrativo e penal somente pode ser encontrada a partir de critérios meramente formais, tendo em vista as fontes legislativas e os órgãos encarregados da aplicação de sanções: no primeiro caso, os preceitos estão previstos em leis ou em normas regulamentares e são aplicados pela autoridade administrativa; já no segundo, os ilícitos estão previstos no Código Penal e legislação criminal extravagante e são julgados pelo Poder Judiciário.<sup>95</sup>

Como visto acima, podemos notar duas características que diferenciam a responsabilidade administrativa e penal. A primeira característica seria o normativo legal, sendo a responsabilidade administrativa decorrente de normas emanadas pela CVM e a responsabilidade penal decorrente da legislação penal em vigor, a outra diferenciação tem como base o órgão julgante inicial, ou seja, a Comissão de Valores Mobiliários no tocante à responsabilidade administrativa e o sistema judiciário no que se refere à responsabilidade penal.

A responsabilidade administrativa decorre de punições ou sanções que poderão ser impostas pelo órgão regulador diante da constatação de uma má conduta dos prestadores de serviços do fundo de investimento. Vejamos:

A fim de dar maior eficácia à atuação da CVM, a Lei 6.385/76 atribui-lhe competência para apurar, julgar e punir irregularidades cometidas no mercado (grifo nosso).<sup>96</sup>

Com efeito, portanto, compete à Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do artigo 11 da Lei nº 6.385/76, impor as seguintes sanções em caso de infração à

<sup>95</sup>EIZIRIK, Nelson et. al. Op. cit. 520

<sup>96</sup>ZACLIS, Lionel. Op. cit. p. 162

lei ou normas legais: (I) advertência; (II) multa; (III) suspensão do exercício do cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários; (IV) inabilitação temporária, até o máximo de vinte anos, para o exercício dos cargos referidos no item anterior; (V) suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei; (VI) cassação de autorização ou registro, para o exercício das atividades de que trata esta Lei; (VII) proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários e (VIII) proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários

Cumpra salientar que nos termos do § 3º do artigo 11 as penas dispostas nos itens “III” a “VIII” acima, somente podem ser aplicadas em caso de infração grave. Para fins da ICVM 306 são consideradas infrações graves a infração às normas contidas nos artigos 14, incisos I, II, V, VII e VIII,<sup>97</sup> e 16, incisos VI a VIII<sup>98</sup> desta Instrução.

Sem aprofundarmos em demasia o tema da aplicação das penas, devemos citar também que no âmbito da responsabilidade administrativa, possuímos o

---

<sup>97</sup>Art. 14. A pessoa natural ou jurídica responsável pela administração da carteira de valores mobiliários deve observar as seguintes regras de conduta: I - desempenhar suas atribuições de modo a atender aos objetivos de investimento do(s) titular(es) da carteira; II - empregar, no exercício de sua atividade, 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 de seus clientes, 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 gestão; V - manter atualizada, em perfeita ordem e à disposição do cliente, toda a documentação relativa às operações com valores mobiliários integrantes das carteiras sob sua gestão; VII - transferir à carteira qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição de administrador de carteira; e VIII - prestar as informações que lhe forem solicitadas pelo titular da carteira, pertinentes aos valores mobiliários integrantes da carteira administrada.

<sup>98</sup>Art. 16. É vedado ao administrador de carteira: VI - promover negociações com os valores mobiliários das carteiras que administra, com a finalidade de gerar receitas de corretagem para si ou para terceiros; VII - negligenciar, em qualquer circunstância, a defesa dos direitos e interesses do titular da carteira, ou omitir-se em relação à mesma; e VIII - promover operações, cujo objetivo consista em burlar a legislação fiscal e/ou outras normas legais e regulamentares, ainda que tais negócios aumentem a valorização da carteira administrada.

processo administrativo sancionador como instrumento punitivo, que será utilizada pela autoridade administrativa àqueles que por ventura tenham descumprido as normas e, portanto, praticado ilícitos administrativos. Vejamos:

O processo administrativo sancionador ou punitivo constitui modalidade de processo administrativo pelo qual a autoridade pública aplica penalidades administrativas às pessoas submetidas à sua regulação, em decorrência da prática de atos qualificados em lei ou regulamento como ilícitos administrativos.<sup>99</sup>

Neste mesmo sentido, Nelson Eizirik ao comentar a reforma da Lei nº 6.385/76 nos ensina:

Mediante a instauração de processo administrativo sancionado, a CVM julga os atos ilícitos praticados no âmbito do mercado de capitais, podendo aplicar aos infratores penalidades previstas em lei.<sup>100</sup>

Devemos citar o termo de compromisso, instituto que pode ser utilizado no âmbito do processo administrativo e tem o condão de cessar o processo administrativo, sem importar confissão de culpa, desde que o acusado ou investigado cumpra dois requisitos (I) a cessação de conduta ou ato ilícito e (II) a reparação do dano causado.<sup>101</sup>

Por fim, não menos importante, cumpre mencionar que a Lei nº 7.813 de 7 de dezembro de 1989 trouxe legitimidade para a Comissão de Valores Mobiliários solicitar ao Ministério Público a impetração de ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários. Vejamos o que diz Lionel Zaclis sobre o assunto:

---

<sup>99</sup>DEBEUX, Julio Ramalho. A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro – Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2006. p.91.

<sup>100</sup>EIZIRK, Nelson. Reforma das S.A. e do mercado de capitais 2ª ed. Revista e aumentada. Rio de Janeiro: Renovar, 1998 p. 167.

<sup>101</sup>DEBEUX, Julio Ramalho. Op. cit. p.98.

A ação coletiva de que trata a Lei 7.913/89 objetiva proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores no correspondente mercado, e tende à obtenção de tutelas distintas, uma voltada a impedir a ocorrência de irregularidades potencialmente danosas, outra direcionada ao ressarcimento dos danos individualmente sofridos pelos investidores em virtude de tais irregularidades (...) <sup>102</sup>

Desta forma, além da esfera administrativa, como acima mencionado, cabe também à Comissão de Valores Mobiliários provocar o ministério público para que conduza a ação civil pública no intuito de proteger os participantes do mercado de valores mobiliários.

### **3.8.2 Responsabilidade Civil**

Ao se falar de responsabilidade civil, devemos mencionar que o objetivo da responsabilização reside na busca de proteção de um bem jurídico ofendido e, conseqüente, a reparação do dano causado com o objetivo de restauração do equilíbrio financeiro ou de reestabelecimento do equilíbrio social. Vejamos, de acordo com Nelson Eizirik:

Na esfera do Direito Civil, o ilícito constitui um atentado contra o direito de outrem, daí justificando-se a reparação do dano como forma de restaurar o equilíbrio da relação originalmente mantida entre as partes. Já na esfera do direito punitivo – Penal Administrativo Sancionador – como o delito é tido como fator de ruptura social, justifica-se a aplicação de medidas repressivas, como meio de se restabelecer o equilíbrio geral da sociedade. <sup>103</sup>

Neste sentido, podemos dizer que o bem jurídico tutelado na esfera civil consiste primordialmente na reparação econômica do indivíduo prejudicado, ao

---

<sup>102</sup> ZACLIS, Lionel. Op. cit. p. 151.

<sup>103</sup> Idem, ibidem

passo que na esfera administrativa e penal, o bem jurídico tutelado é sociedade e o bem estar social.

Sobre responsabilidade civil em nosso ordenamento jurídico, devemos mencionar que o Código Civil brasileiro trata a matéria nos artigos 927 ao 954 tendo sempre como suporte que esta será pautada na prática ou não de atos ilícitos.

Segundo nos ensina Maria Helena Diniz, “a responsabilidade civil é a aplicação de medidas que obriguem uma pessoa a reparar dano moral ou patrimonial causado a terceiros, em razão de ato por ela mesma praticado, por pessoa por quem ela responde por alguma coisa a ela pertencente ou simples imposição legal.”<sup>104</sup>

Em nosso ordenamento jurídico, a responsabilidade civil está diretamente relacionada ao dever de reparar o dano causado a outrem, em decorrência da prática de atos ilícitos gerados por culpa ou dolo do agente em questão. Como nos ensina Maria Helena Diniz:

O Código Civil em seu artigo 186, ao se referir ao ato ilícito, prescreve que este ocorre quando alguém, por ação ou omissão voluntária (dolo) negligência ou imprudência (culpa), viola direito ou causa dano, ainda que exclusivamente moral, a outrem, em face do que será responsabilizado pela reparação dos prejuízos.<sup>105</sup>

Ainda no campo da responsabilidade civil, devemos citar o conceito abuso de direito, consistente na extrapolação manifesta dos limites de um direito, assim como expresso no artigo 187 do código civil que prescreve “também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa fé ou pelos bons costumes.”

Ao falarmos de responsabilidade civil aplicada aos fundos de investimentos devemos observar que possuímos diversos agentes envolvidos, sendo o mais

---

<sup>104</sup> DINIZ, Maria Helena. Curso de Direito Civil Brasileiro v. 7, Responsabilidade Civil. Ed. Saraiva. 2003. p.36

<sup>105</sup> DINIZ, Maria Helena. Op. cit. p. 40.

importante deles, o administrador do fundo, no qual recairá grande parte da responsabilidade, pois delega parte dos serviços prestados ao fundo à terceiros habilitados.

Nesse sentido, podemos dizer que qualquer agente prestador de serviços essenciais ao funcionamento do fundo, pode ser também responsável em caso de ação ou omissão no exercício de suas atividades, desde que tal conduta acarrete prejuízo aos cotistas do fundo.

Sem embargo, adiante trataremos também da responsabilidade objetiva, presente em nosso ordenamento jurídico, a qual prevê responsabilização do agente mesmo ausente a culpa ou dolo.

Vale ressaltar que o cotista pode sempre demandar o administrador do fundo, com quem ele firmou seu relacionamento direto de investimento.

Insta dizer que administrador e gestor do fundo possuem uma obrigação de conduta – de meio - pois atuam na busca de melhores investimentos. Eles não podem ser responsáveis por perdas do fundo decorrentes de situações de mercado que acarretem prejuízos. Vejamos:

Por fim, devemos registrar que a responsabilidade do administrador de um fundo de investimento é, em princípio, o que definimos em direito como um obrigação de meio, isto é, não se trata de uma obrigação de efetivamente alcançar um resultado, mas sim de envidar os melhores esforços para alcançá-lo. Não pode o administrador ser responsabilizado pelo simples fato de não ter atingido um determinado resultado.

Com efeito, devemos fazer a distinção entre responsabilidade civil contratual e extracontratual. A primeira decorre de descumprimento de uma obrigação estabelecida entre as partes, já a segunda decorre do descumprimento de um dever de conduta, conforme Paulo Ferreira Dias da Silva nos expõe:

Uma classificação importante para nosso estudo é a que divide a responsabilidade civil em contratual e extracontratual. Tal distinção deriva das hipóteses de uma pessoa causar prejuízo a outra, ou por descumprir uma obrigação encerrada em contrato – o que ensejaria a responsabilidade contratual, ou por infringir um dever de conduta, também chamado dever legal – o que ensejaria a responsabilidade extracontratual ou *aquilliana*.<sup>106</sup>

Ao falarmos de responsabilidade civil, devemos aqui tratar também da conduta culposa, denominada culpa *in eligendo*, isto é, a culpa daquele a que se confiou o ato ou adimplemento. De acordo com Maria Helena Diniz:

A culpa *in eligendo* (Sumula 341 do STF; RTJSP, 149:148) advém da má escolha daquele a quem se confia a prática de um ato ou adimplemento da obrigação.<sup>107</sup>

Nesse sentido, quando o administrador delega determinada tarefa a terceiro, aquele está sujeito a responder por danos gerados por este na hipótese de má escolha. Na mesma linha pode ser atribuída culpa *in vigilando*<sup>108</sup> ao administrador, pois este tem o dever de supervisionar terceiros contratados.

Quanto a esta responsabilidade solidária, a Comissão de Valores Mobiliários já se pronunciou sobre o tema no Processo Administrativo Sancionador nº 15/08 da seguinte forma:

Nada, porém, exige que o administrador do fundo preste pessoalmente todos os serviços relativos ao fundo. Ao contrário, o art. 56 da Instrução CVM nº 409, de 20042, permite que ele contrate terceiros. No entanto, quando isto ocorre, o administrador permanece responsável por todas as obrigações legais e regulamentares relativas à administração do fundo. (grifo nosso)

<sup>106</sup>DA SILVA, Paulo Ferreira Dias. Responsabilidade civil e administrativa na regulação do Mercado de capitais. Revista de Direito Bancário 34/2006 in WALD, Arnaldo (org.). Doutrinas Essenciais v.8. São Paulo: RT, 2011 p. 737

<sup>107</sup>DINIZ, Maria Helena. Op. cit. p. 45

<sup>108</sup>Como prescreve Maria Helen Diniz, A culpa *in viliando* decorre da falta de atenção com o procedimento de outrem (RTJE,80:128; RJ,156:104) op. cit. p.45.



Como podemos depreender do disposto acima, há responsabilidade solidária entre o administrador e terceiros contratados para a prestação de serviços relacionados ao fundo.

Passada a análise referente à culpabilidade, elemento fundamental para a responsabilidade subjetiva, devemos nos ater também à responsabilidade objetiva, segundo a qual não há a necessidade de apuração de existência de culpa, inexistindo, portanto, elemento subjetivo, como podemos notar do disposto no artigo 927 parágrafo único do Código Civil Brasileiro.

Quanto à responsabilidade objetiva, devemos citar que esta não se vislumbra no âmbito dos administradores de fundos de investimento, como podemos extrair do seguinte trecho do trabalho que trata das responsabilidades dos administradores de fundos, elaborado por Eduardo Montenegro Dotta:

“No que se refere ao comando normativo que estabelece a incidência da responsabilidade objetiva, quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor de um dano implicar, por sua natureza risco para os direitos de outrem, da mesma forma não conseguimos vislumbrar a possibilidade de sua aplicação aos administradores de fundos”

Neste mesmo sentido podemos mencionar Ricardo de Santos Freitas:

“Aos administradores de fundos recai, segundo nosso entendimento, uma responsabilidade de natureza subjetiva, fundada no dolo ou na culpa.”

Quanto à aplicação de responsabilidade objetiva, podemos também extrair a posição da Comissão de Valores Mobiliários sobre a não aplicabilidade desta em seus julgados, como podemos extrair do voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto no PAS 22/2005:

Minha posição a esse respeito pode ser resumida da seguinte forma:

(I) via de regra, as normas da CVM não preveem responsabilidade objetiva; (II) no caso dos diretores responsáveis, o que as normas da CVM exigem é extrema diligência no cumprimento da regulamentação, o que não se confunde com a responsabilidade objetiva; (III) a diligência extrema exigida do diretor responsável permite a aplicação de penalidades mesmo nos casos de culpa leve, porém não nos casos em que a ocorrência da infração não poderia ser evitada e (IV) na grande maioria dos casos, o descumprimento do elevado padrão de diligência imposto ao diretor responsável pode ser facilmente verificado a partir dos fatos gerais descritos na acusação, sem que isso implique qualquer presunção de culpa.

Dito isto, devemos concluir de acordo com as palavras de Paulo Ferreira Dias da Silva:

A responsabilidade civil afirmada nos instrumentos normativos da regulação do mercado de capitais pode ser classificada como subjetiva, pois não está entre as hipóteses de responsabilidade objetiva prevista no direito brasileiro e não dispensa um exame acurado da culpa, e como extracontratual ou *aquiliana*, pois advém de normas legais, gerais e abstratas, e não de convenções particulares. Não por acaso, essas duas características também condicionam a responsabilidade penal e a chamada responsabilidade administrativa.<sup>109</sup>

Por fim, diante das exposições acima, concluímos que a responsabilidade civil no tocante ao administrador, gestor e terceiros contratados do fundo deve ser classificada como subjetiva, devendo, portanto, ser feita a análise da existência de culpa, extracontratual, pois decorre de normas legais, gerais e abstratas, como bem exposto acima.

### 3.8.3 Responsabilidade Penal

---

<sup>109</sup> DA SILVA, Paulo Ferreira Dias. Op. cit. 740.

Podemos encontrar condutas típicas, as quais os administradores e gestores estão sujeitos, na Lei nº 6.385/76 em seus artigos 27-C, 27-D e 27-E, bem como na Lei nº 7.492/86 e Lei Complementar 105/2001, conforme veremos a seguir.

O artigo 27-C da referida lei nos traz o fato típico denominado manipulação de mercado, que consiste na realização de operações simuladas, com o intuito de alterar artificialmente as condições do mercado. Vejamos

Realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas, com a finalidade de alterar artificialmente o regular funcionamento dos mercados de valores mobiliários em bolsa de valores, de mercadorias e de futuros, no mercado de balcão ou no mercado de balcão organizado, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros.

Referido tipo penal pretende tutelar a forma como os preços dos produtos financeiros se formam no mercado de valores mobiliários. Neste sentido, podemos citar Nelson Eizirik:

O bem juridicamente protegido pela ameaça penal, no artigo 27-C, é o da estabilidade do mercado de capitais. A norma tem como objetivo proteger o processo de formação de preços dos valores mobiliários no mercado, evitando a sua alteração artificial e o consequente logro dos investidores.<sup>110</sup>

Referida conduta prevê a reclusão, de 1 (um) a 8 (oito) anos e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Outro fato típico prescrito na Lei nº 6.385/76 denomina-se “Uso Indevido de Informação Privilegiada” ou *insider trading*, na expressão anglo-saxã utilizada pelo mercado. Segundo o artigo 27-D<sup>111</sup> a utilização de informação privilegiada da qual tenha acesso e deva guardar sigilo com o intuito de obter vantagem indevida

---

<sup>110</sup> EIZIRIK, Nelson et. al. Op. cit. p. 522.

<sup>111</sup> Art.27-D Utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários.

caracteriza-se crime com pena de reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

Ainda, devemos salientar que o exercício irregular de profissão, cargo, atividade ou função relacionada aos entes prestadores de serviços de um fundo de investimento também é caracterizado como crime nos termos do artigo 27-E:

Atuar, ainda que a título gratuito, no mercado de valores mobiliários, como instituição integrante do sistema de distribuição, administrador de carteira coletiva ou individual, agente autônomo de investimento, auditor independente, analista de valores mobiliários, agente fiduciário ou exercer qualquer cargo, profissão, atividade ou função, sem estar, para esse fim, autorizado ou registrado junto à autoridade administrativa competente, quando exigido por lei ou regulamento.

É mister salientar a posição de Nelson Eizirik que condena a tipificação do exercício irregular de cargo, profissão ou atividade, por entender que bastariam as punições administrativas, por ser tal delito de menor relevância para a sociedade. Vejamos:

Não se justifica a tipificação penal do exercício irregular de cargo, profissão ou atividade, bastando punições administrativas, previstas nas normas da CVM. A norma prevista no artigo 27-E valoriza em excesso a atuação registrária da CVM, pondo o aparato penal para punir atos que não constituem, em princípio, ofensas de maior relevância para a sociedade.<sup>112</sup>

Tal delito está sujeito a sanção de detenção de 6 (seis) meses a 2 (dois) anos, e multa.

Com relação aos crimes tipificadas na Lei nº 7.492/86 podemos aqui citar os crimes previstos nos artigos 6º, 7º e 16 como crimes que têm algum elemento que pode ser identificado no âmbito dos fundos de investimento.

---

<sup>112</sup> EIZIRIK, Nelson et. al. Op. cit. p. 548.

Dentre eles, podemos no estender um pouco mais no crime previsto no artigo 6º<sup>113</sup> por este estar relacionado à indução e manutenção do investidor em erro quanto a informações relativas à operação ou situação financeira. Vejamos o que diz Guilherme de Souza Nucci:

Induzir quer dizer incutir, persuadir; manter significa fazer permanecer ou conservar. Portanto, o agente leva alguém a ter uma falsa percepção da realidade (erro) ou busca conservar a vítima nessa situação. Os objetos das condutas são os sócios, o investidor ou a repartição pública competente. Refere-se ao engano ou situação financeira.<sup>114</sup>

Seria hipótese deste crime a sonegação de operação realizada no fundo de investimento que prejudicasse a rentabilidade do fundo, mas o administrador sonegasse tal informação do investidor e mantivesse este em erro.

Tal fato típico enseja pena de reclusão, de 2 (dois) a 6 (seis) anos, e multa.

Quanto ao artigo 7º estaríamos diante, especialmente, das hipóteses previstas no inciso II, que prevê a emissão, oferta ou negociação de qualquer título ou valor mobiliário “sem registro prévio de emissão junto à autoridade competente, em condições divergentes das constantes do registro ou irregularmente registrados” ou do inciso “III”, que prevê sem autorização prévia da autoridade competente, quando legalmente exigida”. Tal fato típico enseja pena de reclusão, de 2 (dois) a 8 (anos) anos, e multa.

Sobre este tipo penal, podemos trazer a baila o que nos ensina Guilherme de Souza Nucci, sobre o sujeito ativo e passivo:

O sujeito ativo por ser qualquer pessoa. Porém, algumas

---

<sup>113</sup>Art. 6º Induzir ou manter em erro, sócio, investidor ou repartição pública competente, relativamente a operação ou situação financeira, sonegando-lhe informação ou prestando-a falsamente:

<sup>114</sup>NUCCI, Guilherme de Souza. Leis Penais e processuais penais comentadas. 2ª edição revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007. p.971.

formas podem exigir sujeitos qualificados, como o gestor de instituição financeira, que teria condições de emitir um valor mobiliário, sem registro prévio junto à autoridade competente.

Já o artigo 16 da Lei nº 7.492/86<sup>115</sup> poderíamos relacionar como o tema aqui proposto, pois a norma visa coibir a atividade não autorizada, como aquela necessária para a administração, custódia ou distribuição de valores mobiliários. Tal crime enseja pena reclusão, de 1 (um) a 4 (quatro) anos, e multa.

Por fim, podemos também citar o artigo 10 da Lei Complementar 105 que trata do sigilo das operações financeiras, que prescreve “A quebra de sigilo, fora das hipóteses autorizadas nesta Lei Complementar, constitui crime e sujeita os responsáveis à pena de reclusão, de um a quatro anos, e multa, aplicando-se, no que couber, o Código Penal, sem prejuízo de outras sanções cabíveis.

---

<sup>115</sup>Art. 16. Fazer operar, sem a devida autorização ou com autorização obtida mediante declaração (Vetado) falsa, instituição financeira, inclusive de distribuição de valores mobiliários ou de câmbio.



## **CAPÍTULO IV – FUNDOS DE INVESTIMENTO REGULADOS PELA INSTRUÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS 409**

### **4.1 Fundos de Investimento regulados pelas ICVM 409**

Sendo certo que aproximadamente 92% dos fundos constituídos no mercado doméstico são regulados pela Instrução CVM 409, conforme dados extraídos da ANBIMA, pretendemos neste trabalho tecer detalhes sobre a organização e funcionamento dos fundos de investimentos regulados por esta instrução.

### **4.2 Características**

Os fundos de investimento constituídos nos termos da ICVM 409 são uma comunhão de recursos, constituídos sob a forma de condomínio, destinados à aplicação em ativos financeiros.<sup>116</sup>

O ato formal de constituição do fundo de investimento decorre da deliberação formulada pelo administrador, devidamente habilitado como exposto acima, que deverá aprovar o regulamento do fundo.

Tais fundos podem ser constituídos sob a forma aberta ou fechada, sendo certo que tal diferenciação reside no fato de que fundos abertos permitem o resgate de suas cotas a qualquer momento, ao passo que os fundos fechados somente podem ter suas cotas resgatadas ao término do prazo de duração. Não obstante,

---

<sup>116</sup>Para efeitos da Instrução CVM 409, são ativos financeiros: I – títulos da dívida pública; II – contratos derivativos; III –, ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, que não os referidos no item IV a seguir, desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM; IV – títulos ou contratos de investimento coletivo, registrados na CVM e ofertados publicamente, 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; V – certificados ou recibos de depósitos emitidos no exterior com lastro em valores mobiliários de emissão de companhia aberta brasileira; VI – o ouro, ativo financeiro, desde que negociado em padrão internacionalmente aceito; VII – quaisquer títulos, contratos e modalidades operacionais de obrigação ou coobrigação de instituição financeira; e VIII – warrants, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, títulos ou certificados representativos desses contratos e quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais desde que expressamente previstos no regulamento.



sejam aberto ou fechado, ambos podem ter suas cotas amortizadas sem a redução do número de cotas emitidas ocorrendo apenas a redução de seu valor.

Por serem passíveis de resgate, as cotas dos fundos de investimentos abertos não podem ser cedidas ou transferidas, salvo decisão judicial, de execução de garantia ou sucessão universal, ao passo que as cotas de fundos fechados podem ser cedidas ou transferidas livremente por seus cotistas.

A formalização da cessão ou transferência de cotas de fundos fechados ocorre por termo ou negociação em bolsa de valores ou entidade de balcão organizado em que as cotas do fundo sejam admitidas à negociação, atendidas as formalidades estabelecidas no regulamento e cabendo ao administrador a responsabilidade de verificação do atendimento das formalidades previstas.

#### 4.3 Registro

Depois de elaborado o ato de constituição e o regulamento do fundo de investimento, estes devem ser levados a registro no cartório de títulos e documentos. Ato contínuo, o funcionamento do fundo dependerá de prévio registro junto à Comissão de Valores Mobiliários, mediante protocolo dos documentos previstos no artigo 8º da Instrução CVM 409.<sup>117</sup> Vejamos o que diz Walter Douglas Stuber sobre o assunto:

O registro do fundo é automático, sendo feito pelo administrador via Internet, ou seja, através do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, com base no envio por meio eletrônico de determinados documentos

---

<sup>117</sup>Art. 8º O pedido de registro deve ser instruído com os seguintes documentos e informações: (I) regulamento do fundo, elaborado de acordo com as disposições desta Instrução; (II) os dados relativos ao registro do regulamento em cartório de títulos e documentos; (III) prospecto, elaborado em conformidade com o disposto na Seção V, Capítulo III, ressalvado o disposto nos art. 110, inciso II; (IV) declaração do administrador do fundo de que firmou os contratos mencionados no art. 57, se for o caso, e de que os mesmos se encontram à disposição da CVM; (V) nome do auditor independente; (VI) inscrição do fundo no CNPJ; (VII) formulário padronizado com as informações básicas do fundo, conforme modelo disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, devidamente preenchido; e (VIII) lâmina elaborada de acordo com o Anexo III desta Instrução (ICVM 409), no caso de fundo aberto que não seja destinado exclusivamente a investidores qualificados.

e informações, dentre os quais regulamento e o prospecto.<sup>118</sup>

Constituído, o fundo poderá ter seu registro cancelado pela Comissão de Valores Mobiliários nas seguintes hipóteses: (I) se constituído sob a forma de condomínio aberto, após 90 (noventa) dias do início de atividades, o fundo aberto que mantiver, a qualquer tempo, patrimônio líquido médio diário inferior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) pelo período de 90 (noventa) dias consecutivos deve ser imediatamente liquidado ou incorporado a outro fundo ou (II) se constituído sob a forma de condomínio fechado, quando não for subscrito o número mínimo de cotas representativas do seu patrimônio inicial, no prazo de 180 (cento e oitenta) dias.<sup>119</sup>

#### **4.4 Cotas**

Cotas de fundos de investimento foram arroladas no rol de valores mobiliários, conforme anteriormente mencionado, após a edição de Lei nº 10.303, de 31 de outubro e 2001.

Segundo a ICVM 409, as cotas de fundo representam frações ideais do patrimônio líquido do fundo e devem ser escriturais e nominativas. Devem ser nominativas, pois a partir da edição da Lei nº 8.021 de 12 de abril de 1990 (Plano Collor), ficou vedada a emissão de títulos endossáveis ou ao portador.

Por escriturais, podemos extrair a definição retirada da Exposição de motivos das Leis das S.A., que apesar de ali tratar de ações, o conceito explicitado bem se aplica às cotas. Escriturais são as cotas mantidas como registros contábeis na escrituração de instituições financeiras, sem emissão de certificados, em contas de depósitos semelhantes aos depósitos bancários de moeda”.

Podemos dizer ainda que as cotas, assim como outros valores mobiliários, outorgam tanto direitos patrimoniais ou econômicos quanto direitos políticos à seus titulares. Vejamos o que cita Ricardo de Santos Freitas:

---

<sup>118</sup>STUBER, Walter Douglas. Op. cit. p. 345.

<sup>119</sup>Artigo 9º da Instrução CVM 409 de 18 de agosto de 2004.

É importante ressaltar que a cota concede ao seu titular não só direitos patrimoniais, mas também poderes políticos. Não poderes de gestão direta sobre os bens componentes da carteira do fundo, pois essa tarefa é atribuída ao administrador.<sup>120</sup>

Quanto aos direitos e obrigações, a ICVM 409 em seu artigo 10, §1º, prescreve que as cotas do fundo conferirão iguais direitos e obrigações aos cotistas, não sendo permitida a constituição de fundos de investimento sob a égide da norma em epigrafe com cotas de classes e espécies distintas.

No tocante ao valor da cota, este deve ser o resultado da divisão do valor do patrimônio líquido do fundo pelo número de cotas do fundos, ambos apurados no encerramento dia, ressalvada as cotas de fundos de investimento, de fundos classificados como “Curto Prazo”, “Renda Fixa” e “Referenciados”; ou fundos registrados como “Exclusivos” ou “Previdenciários”, na forma dos artigos 111-A e 116 da ICVM 409, os quais podem ter suas cotas calculadas com base no patrimônio líquido do dia anterior.<sup>121</sup>

#### **4.5 Emissão e resgate de cotas.**

O regulamento do fundo deve estabelecer as regras de emissão e resgate das cotas do fundo. Quanto à emissão das cotas do fundo, deve-se utilizar o valor da cota do dia ou do dia seguinte à efetiva disponibilidade dos recursos pelo administrador ou intermediário. A integralização de cotas deve ser feita em moeda corrente nacional, sendo possível, nos fundos destinados a investidores qualificados, a integralização de cotas com títulos e valores mobiliários, desde que estabelecidos os critérios detalhados para tal procedimento e sempre observadas as obrigações fiscais.

No tocante ao resgate de cotas, o prazo entre o pedido e a data de conversão de cotas deve ser disposto no regulamento, observado que o valor da cota deverá ser apurado na data da conversão, respeitando-se a regra de que a conversão de

---

<sup>120</sup> FREITAS, Ricardo dos Santos. Op. cit. p. 98

<sup>121</sup> Artigo 10, §1º, incisos I e II da Instrução CVM 409 de 18 de agosto de 2004.

cotas no dia do pedido de resgate somente poderá ocorrer para fundos classificados como “Curto Prazo”, “Renda Fixa” e “Referenciados”; ou fundos registrados como “Exclusivos” ou “Previdenciários”, na forma dos artigos. 111-A e 116 da ICVM 409, nos termos do artigo 15, inciso II da ICVM 409.

O pagamento deverá sempre ser efetuado em cheque, crédito em conta corrente ou ordem de pagamento, não podendo ser efetuado em prazo superior a 5 (cinco) dias úteis, contados da data de conversão das cotas, salvo fundos destinados a investidores qualificados, que podem receber ativos financeiros, sendo permitido pagamento em prazo superior ao acima descrito.

Importante mencionar que, o não cumprimento, por parte do administrador do fundo, do prazo estabelecido para o pagamento do resgate, acarretará a este a penalidade de pagamento de multa, calculada na razão de 0,5% do valor do resgate por dia de atraso ao cotista.

Ainda, prescreve o artigo 16 que, em casos excepcionais de iliquidez dos ativos financeiros da carteira do fundo, inclusive que possam acarretar a alteração do tratamento tributário, poderá o administrador proceder com o fechamento do fundo para resgate, devendo convocar assembleia geral extraordinária, no prazo máximo de 1 (um) dia, para deliberação em no máximo 15 dias sobre as seguintes possibilidades: (I) substituição do administrador, do gestor ou de ambos; (II) reabertura ou manutenção do fechamento do fundo para resgate; (III) possibilidade do pagamento de resgate em ativos financeiros; (IV) possibilidade do pagamento de resgate em ativos financeiros; ou (V) liquidação do fundo.

Por fim, cumpre salientar que compete ao administrador a decisão de fechamento do fundo para novos aportes, desde que tal decisão seja aplicada indistintamente a todos os investidores.

#### **4.6 Registro, subscrição e distribuição de cotas.**

Conforme anteriormente mencionado, as cotas dos fundos de investimentos somente podem ser distribuídas por instituições intermediárias do sistema de

distribuição de valores mobiliários, sendo permitida a distribuição por conta e ordem nos termos do artigo 33 da ICVM 409.

Neste diapasão, devemos salientar que o administrador e o gestor do fundo não são agentes do sistema de distribuição, não podendo, portanto, realizar a distribuição das cotas dos fundos.

Sobre este tema cumpre ressaltar que o edital de audiência pública SDM nº 14/2011 que pretende editar nova instrução que regulará a atividade de administração de carteira de valores mobiliários, prevê que administrador e gestor poderão atuar na distribuição de cotas de fundos por eles administrados ou geridos, conforme podemos extrair das exposições do referido edital:

A Minuta propõe que o administrador de carteiras de valores mobiliários possa atuar na distribuição de cotas de fundos por ele administrados ou geridos, ainda que não seja instituição financeira, com base no art. 15, inciso III e § 1o, da Lei nº 6.385, de 1976 (art. 27). Tendo em vista o alto grau de conhecimento que os gestores têm sobre os fundos geridos, parece razoável que possam oferecer esses produtos diretamente a seus clientes, sem a necessidade de contratação de um terceiro como intermediário, que representa um custo desproporcional ao eventual benefício.

Tal alteração, proposta pela Comissão de Valores Mobiliários é salutar para a indústria de fundos de investimento, pois como bem ressaltado acima, o administrador e o gestor possuem amplo conhecimento do produto.

A norma expedida pela Comissão de Valores Mobiliários faz distinção expressa quanto à forma de distribuição de fundos abertos e fechados, sendo que o primeiro independe de prévio registro junto à autarquia e o segundo prescinde de prévio registro para que suas cotas possam ser ofertadas.

Ainda, os fundos de investimento constituídos sobre a forma de condomínio fechado e que não sejam destinados exclusivamente a investidores qualificados

deverão realizar o registro de oferta pública de distribuição nos termos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

Com efeito, cumpre mencionar que o registro da oferta junto à Comissão de Valores Mobiliários destina-se a prover aos investidores determinadas informações com o intuito destes tomarem a correta decisão no momento de seu investimento. Vejamos o que diz Nelson Eizirik sobre o tema:

A implementação da política de *disclosure* está, à seu turno, fundamentada na existência de um sistema de registros perante a CVM, por meio dos quais são canalizadas as informações consideradas necessárias para o público investidor efetuar suas decisões de maneira consciente.<sup>122</sup>

Neste sentido, podemos notar que a preocupação do legislador está pautada na quantidade de informação que o investidor irá receber para assim reduzir o chamado conflito de agência ou assimetria de informação, uma vez que sem essa tutela estatal o investidor poderia receber informações aquém do necessário, não sendo capaz de tomar uma decisão adequada no momento do investimento.

Por outro lado, em 16 de janeiro de 2009 foi editada a Instrução CVM 476 que regulou a oferta pública de valores mobiliários com esforços restritos. Tal norma, aplicável também às cotas de fundos de investimento fechados, prevê a dispensa do registro junto à CVM de ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, destinadas exclusivamente a investidores qualificados.<sup>123</sup>

Considera-se oferta pública com esforços restritos aquela que somente pode buscar 50 (cinquenta) investidores como alvo, sendo que somente 20 (vinte) poderão efetuar a subscrição dos valores mobiliários, com investimento mínimo por investidor de R\$ 1.000.000,00. Ainda, ficará vedada a busca de investidores por meio de lojas, escritórios ou estabelecimentos abertos ao público, ou com a

---

<sup>122</sup>EIZIRIK, Nelson et. al. Op. cit. p. 137.

<sup>123</sup>Para fins da Instrução CVM 476 são investidores qualificados, nos termos de seu artigo 4º (I) os investidores mencionados no art. 109 da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto 2004 e (II) todos os fundos de investimento, mesmo que se destinem a investidores não qualificados.

utilização de serviços públicos de comunicação, como a imprensa, o rádio, a televisão e páginas abertas ao público na rede mundial de computadores.

A dispensa de registro deve-se ao fato de que a Comissão de Valores Mobiliários entende que os investidores qualificados possuem capacidade suficiente de análise dos riscos do investimentos, conforme podemos extrair da audiência pública 05/2008 de 10 de outubro e 2008:

As dispensas de registro previstas na minuta se aplicam justamente às hipóteses em que o registro é menos necessário, quais sejam, ofertas e negociações entre investidores qualificados, que têm condições de avaliar as informações prestadas e os riscos envolvidos.

Na mesma linha de acesso às informações, quando da subscrição de cotas de fundos de investimento, o cotista deverá atestar, nos termos do artigo 30 da ICVM 409, que: (I) recebeu o regulamento e, se for o caso, a lâmina e o prospecto; (II) tomou ciência dos riscos envolvidos e da política de investimento; (III) tomou ciência da possibilidade de ocorrência de patrimônio líquido negativo, se for o caso, e, neste caso, de sua responsabilidade por consequentes aportes adicionais de recursos.

Cumpra também ressaltar que, o registro de fundos junto à Comissão de Valores Mobiliários somente se justifica na existência de oferta pública, pois não é de competência desta autarquia o registro de ofertas privadas de títulos ou valores mobiliários, como podemos extrair do excelente voto proferido por Marcelo Trindade no Processo CVM RJ 2005/2345:

Finalmente, pelas razões que expus, parece-me que não há, nem necessidade, nem possibilidade, de registro na CVM de fundos de investimento em geral, cujas cotas destinem-se à colocação privada, sem prejuízo de que, em busca da segurança jurídica decorrente da existência de regulamentação, ou por qualquer outra razão lícita, os administradores obtenham o registro de fundos junto à CVM, sujeitando-se a todos os ônus inerentes, e não venham a realizar

efetivo esforço de colocação pública.<sup>124</sup>

No entanto, devemos esclarecer que os fundos abertos regulados pela ICVM 409, devem ser registrados junto à Comissão de Valores Mobiliários nos termos do artigo 7º da referida instrução e não podem ser objeto de distribuição privada diante da interpretação do artigo 19 da ICVM409. Neste sentido, vejamos o que prescreve Marcelo Trindade no mesmo processo acima mencionado:

Os fundos abertos, para a Instrução 409, são necessariamente distribuídos publicamente. Esta é a minha interpretação do art. 19 da Instrução, segundo o qual , a *"distribuição de cotas de fundo aberto independe de prévio registro na CVM"*, mas sempre *"será realizada por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários."*<sup>125</sup>

Não obstante a ausência de requisitos legais para o registro de cotas de fundos, cuja colocação seja privada, podemos notar que a Comissão de Valores Mobiliários deixa aberta a possibilidade de registro destes fundos em nome da segurança jurídica<sup>126</sup> almejada pelos administradores, posição esta reforçada pelo Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 4/2012.

#### **4.7 Regras gerais sobre divulgação de informação**

Com o intuito de ampliar a transparência das informações divulgadas pelos administradores dos fundos de investimento, em 8 de maio de 2012, a Comissão de Valores Mobiliários editou a instrução 522 que, dentre outras questões, inclui uma

<sup>124</sup>Comissão de Valores Mobiliários,. Processo CVM RJ 2005/2345. Superintendência de Registros – SRE, Marcelo Trindade (relator) Distribuição pública e privada de cotas de fundos fechados, Rio de Janeiro, 21/02/2006.

<sup>125</sup>Idem, Ibdem.

<sup>126</sup>Neste mesmo sentido cumpre esclarecer a questão nas palavras de Marcelo Trindade no Processo CVM RJ 2005/2345 “Esta terá sido a razão pela qual, replicando o sistema de duplo registro (do valor mobiliário e do emissor) dos arts. 19 e 21 da Lei 6.385/76, a regulamentação da CVM evoluiu para a concessão de dois registros aos fundos de investimento: o de autorização para o *"funcionamento"* de fundos e o de autorização para a *"distribuição"* das cotas de fundos. O primeiro, sempre estabelecido pelas normas regulamentares como requisito para o segundo; o primeiro, não essencial, mas desejado pelos agentes de mercado em prol da segurança jurídica e da eficiência operacional do produto; o segundo, imposto genericamente pelo art. 19 da Lei 6.385/76.”



seção específica de regras gerais a serem seguidas quando da divulgação de informações dos fundos de investimento.

Tal seção prescreve que “ as informações divulgadas pelo administrador, relativas ao fundo, devem ser verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro, devem ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa, devem ser abrangente, equitativa e simultânea para todos os cotistas; devem ser úteis à avaliação do investimento, não podem assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou isenção de risco para o investidor e, informações factuais devem ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas.”

A não observância das regras acima especificadas, permite que a Comissão de Valores Mobiliários exija a cessação da divulgação da informação; e a veiculação, com igual destaque e por meio do veículo usado para divulgar a informação original, de retificações e esclarecimentos, devendo constar, de forma expressa, que a informação está sendo republicada por determinação da CVM.

Desta forma, podemos notar que a Comissão de Valores Mobiliários deu um grande passo na busca, para tornar a compreensão das informações para os investidores, mais clara e transparente por parte dos administradores.

#### **4.8 Prospecto**

O prospecto tem como objetivo informar os investidores do fundo de investimento sobre as políticas de investimentos e os riscos envolvidos. Cumpre aqui ressaltar a hipótese de dispensa do prospecto para fundos destinados a investidores qualificados nos termos da legislação vigente.

O artigo 40 da ICVM 409 traz as exigências mínimas de informações que devem constar no corpo do prospecto, sendo elas: (I) metas e objetivos de gestão do fundo, bem como seu público alvo; (II) política de investimento e faixas de alocação de ativos, discriminando o processo de análise e seleção dos mesmos; (III) relação dos prestadores de serviços do fundo; (IV) especificação, de forma clara, das taxas

e demais despesas do fundo; (V) apresentação detalhada do administrador e do gestor, quando for o caso, com informação sobre seu registro perante a CVM, seus departamentos técnicos e demais recursos e serviços utilizados para gerir o fundo; (VI) condições de compra de cotas do fundo, compreendendo limites mínimos e máximos de investimento, bem como valores mínimos para movimentação e permanência no fundo; (VII) condições de resgate de cotas e, se for o caso, prazo de carência; (VIII) política de distribuição de resultados, se houver, compreendendo os prazos e condições de pagamento; (IX) identificação dos riscos assumidos pelo fundo; (X) informação sobre a política de administração dos riscos assumidos pelo fundo, inclusive no que diz respeito aos métodos utilizados para gerenciamento destes riscos; (XI) informação sobre a tributação aplicável ao fundo e a seus cotistas, contemplando a política a ser adotada pelo administrador quanto ao tratamento tributário perseguido; (XII) política relativa ao exercício de direito de voto do fundo, pelo administrador ou por seus representantes legalmente constituídos, em assembleias gerais das companhias nas quais o fundo detenha participação; (XIII) política de divulgação de informações, inclusive as de composição de carteira, que deverá ser idêntica para todos que solicitarem; (XIV) quando houver, identificação da agência classificadora de risco do fundo, bem como a classificação obtida; (XV) a indicação sobre o local, ou meio, e a forma de obtenção dos resultados do fundo em exercícios anteriores, e de outras informações referentes a exercícios anteriores, tais como demonstrações contábeis, relatórios do administrador do fundo e demais documentos pertinentes que tenham sido divulgados ou elaborados por força de disposições regulamentares aplicáveis e (XVI) o percentual máximo de cotas que pode ser detido por um único cotista

Como podemos observar acima, o prospecto visa trazer de uma forma clara e objetiva todos os pontos que devem ser tratados no regulamento, tema este que será tratado a seguir, com o intuito de que o cotista tenha ciência das regras do fundo de investimento. Nesse sentido, vejamos o que dispõe o caput do artigo 40:

O prospecto deve conter, em linguagem clara e acessível ao público alvo do fundo, informações sobre os seguintes tópicos, assim como quaisquer outras informações consideradas relevantes (grifo nosso).

Nesse sentido, presume-se que o cotista poderá formar uma melhor convicção sobre a realização ou não do investimento, estando ciente dos riscos a ele atrelados.

#### **4.9 Lâmina de Informações Essenciais.**

A Instrução CVM 522, de 8 de maio de 2012 introduziu no capítulo III da ICVM 409 a seção VI, que trata da lâmina de informações essenciais do fundo de investimento, que deverá obrigatoriamente ser elaborada pelo administrador quando o fundo não for destinado a investidores qualificados.

O objetivo da introdução da lâmina na ICVM 409 foi padronizar o material que já era amplamente utilizado pelos participantes do mercado para a venda de seus fundos.<sup>127</sup>

Desta forma, a Comissão de Valores Mobiliários elaborou o Anexo III a ICVM 409 contendo as informações essenciais que devem constar na lâmina. Permitiu ainda que o administrador do fundo poderá formatar a lâmina da forma que lhe convier, desde que não modifique o conteúdo do Anexo III, bem como outorgou-lhe a possibilidade de acrescentar informações adicionais, desde que sejam acrescentadas ao final do documento, não dificultem o entendimento das informações contidas na lâmina e sejam consistentes com o conteúdo da lâmina e do prospecto.<sup>128</sup>

Ainda, devemos mencionar que cabe ao administrador a atualização mensal, até o dia 10 de cada mês, com os dados do mês imediatamente anterior.

---

<sup>127</sup>Edital de Audiência Pública SDM nº 06/11 – “A Minuta regulamenta a Lâmina de Informações Essenciais, documento já utilizado pela maior parte do mercado no momento da venda de fundos de investimento para investidores de varejo. O objetivo da proposta é padronizar o material utilizado para venda de fundos de investimento, de maneira a aumentar sua comparabilidade com os demais fundos do mercado.”

<sup>128</sup>Artigos 40-A da ICVM 409 de 18 de agosto de 2004.

Por fim, o administrador deve (I) entregar a lâmina para o futuro cotista antes de seu ingresso no fundo e (II) divulgar, em lugar de destaque na sua página na rede mundial de computadores e sem proteção de senha, a lâmina atualizada.<sup>129</sup>

#### **4.10 Regulamento do Fundo**

Documento essencial a todos os fundos e com obediência imediata a ICVM 409/04, cabe ao regulamento do fundo tratar todas as matérias relevantes para seu funcionamento. Dentre as matérias relevantes, são disposições obrigatórias do regulamento os seguintes itens: (I) qualificação do administrador do fundo; (II) quando for o caso, referência à qualificação do gestor da carteira do fundo; (III) qualificação do custodiante; (IV) espécie do fundo, se aberto ou fechado; (V) prazo de duração, se determinado ou indeterminado; (VI) política de investimento, de forma a caracterizar a classe do fundo, em conformidade com o disposto no artigo 92 da ICVM 409; (VII) taxa de administração, fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido (base 252 dias); (VIII) taxa de performance, de ingresso e de saída, observado o disposto no artigo 62 da ICVM 409; (IX) demais despesas do fundo, em conformidade com o disposto no artigo 99; (X) condições para a aplicação e o resgate de cotas, inclusive quanto ao disposto no artigo 10, §3º da ICVM 409; (XI) distribuição de resultados; (XII) público alvo; (XIII) referência ao estabelecimento de intervalo para a atualização do valor da cota, quando for o caso; (XIV) exercício social do fundo; (XV) política de divulgação de informações, inclusive as relativas à composição de carteira; (XVI) política relativa ao exercício de direito do voto do fundo, pelo administrador ou por seus representantes legalmente constituídos, em assembleias gerais das companhias nas quais o fundo detenha participação; (XVII) informação sobre a tributação aplicável ao fundo e a seus cotistas; (XVIII) política de administração de risco, com a descrição dos métodos utilizados pelo administrador para gerenciar os riscos a que o fundo se encontra sujeito.

Dentre os itens acima, devemos dar especial atenção ao item VI que trata da política de investimento do fundo. Será por meio de definição clara e precisa de política de investimento que os cotistas do fundos poderão saber quais ativos o

---

<sup>129</sup> Artigo 40-C da ICVM 409 de 18 de agosto de 2004.

gestor poderá realizar investimentos e, com isso, poderão identificar o perfil de risco do fundo.

Nesse sentido, vejamos o posicionamento de Nelson Eizirik:

Dentre as matérias que devem ser disciplinadas no regulamento do fundo, a sua política de investimento é de extrema relevância, pois determina como serão aplicados os recursos do fundo, garantindo que sejam observados os objetivos dos cotistas em termos de risco e rentabilidade.<sup>130</sup>

Com isso, o cotista poderá verificar a sua disposição de assunção de risco e o distribuidor poderá atentar para a adequação do perfil de investimento (*suitability*), antes analisada, ao realizar a distribuição das cotas do fundo.

Cumprе também salientar que, sendo o regulamento documento fundamental do fundo de investimento, sua alteração dependerá sempre de assembleia geral de cotistas, a qual deve ser previamente convocada pelo administrador, sendo certo que suas alterações são eficazes a partir da data deliberada pela assembleia.

Contudo, exceto se aprovado pela unanimidade dos cotistas, as seguintes matérias somente produzem efeitos 30 (trinta) dias após a comunicação dos cotistas: (I) aumento ou alteração do cálculo das taxas de administração, de performance, de ingresso ou de saída; (II) alteração da política de investimento; (III) mudança nas condições de resgate e (IV) incorporação, cisão ou fusão que envolva fundo sob a forma de condomínio fechado ou que acarrete alteração, para os cotistas envolvidos, das condições elencadas nos incisos anteriores.

Ainda, nos termos do artigo 45 “O regulamento pode ser alterado, independentemente da assembleia geral, sempre que tal alteração decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento às exigências expressas da CVM, de adequação às normas legais ou regulamentares ou, ainda, em virtude da atualização dos dados cadastrais do administrador, do gestor ou do custodiante do

---

<sup>130</sup> EIZIRIK, Nelson. et. al. Op. cit. p. 90.

fundo, tais como alteração na razão social, endereço e telefone”, observando-se que tais alterações deverão ser comunicadas aos cotistas no prazo de até 30 (trinta) dias, contados da data de sua implementação.

#### **4.11 Assembleia Geral**

Como visto acima, a alteração do regulamento depende de prévia assembleia geral de cotistas, sendo certo que compete privativamente à esta a deliberação sobre outras matérias arroladas no artigo 47 da ICVM 409.<sup>131</sup>

A assembleia geral deve ser convocada<sup>132</sup> mediante correspondência encaminhada a cada cotista, com antecedência mínima de 10 (dez) dias, devendo tal convocação constar a ordem do dia com as matérias a serem deliberadas, sendo vedada a rubrica assuntos gerais.

Anualmente, 120 (cento e vinte) dias após o término do exercício social, a assembleia deverá ser convocada para deliberar sobre as demonstrações contábeis do fundo, observando que esta somente poderá ocorrer 30 (trinta) dias após que as referidas demonstrações contábeis estejam auditadas e disponíveis aos cotistas.

A assembleia se instaura com qualquer número de cotistas, sendo que as deliberações são tomadas por maioria dos votos, cabendo a cada cota 1 (um) voto. Permite-se quórum qualificado, desde que previsto no regulamento, inclusive para as matérias previstas o artigo 47 da ICVM 409.

Cumprе salientar que, administrador e gestor do fundo, sócios, diretores e funcionários do administrador e gestor do fundo, empresas ligadas ao administrador ou ao gestor, seus sócios, diretores, funcionários e os prestadores de serviços do fundo, seus sócios, diretores e funcionários, estão proibidos de votar nas assembleias gerais do fundo.

---

<sup>131</sup>São de competência privativa da assembleia geral de cotistas as seguintes matérias: (I) as demonstrações contábeis apresentadas pelo administrador; (II) a substituição do administrador, do gestor ou do custodiante do fundo; (III) a fusão, a incorporação, a cisão, a transformação ou a liquidação do fundo; (IV) o aumento da taxa de administração; (V) a alteração da política de investimento do fundo; (VI) a emissão de novas cotas, no fundo fechado; (VII) a amortização de cotas, caso não esteja prevista no regulamento e (VIII) a alteração do regulamento.

<sup>132</sup>A presença da totalidade dos cotistas supre a falta de convocação (art. 48 § 5º, ICVM 409)

Posteriormente à realização da assembleia, as decisões tomadas deverão ser encaminhadas aos cotistas no prazo de 30 (trinta) dias da data de realização desta.

#### **4.12 Carteira do Fundo de Investimento**

O fundo de investimento regulado pela ICVM 409 somente pode manter em seu patrimônio, títulos e valores mobiliários constantes do artigo 2º da referida instrução.

Nos termos do artigo 2º acima mencionado, são permitidos na carteira do fundo os seguintes ativos: (I) títulos da dívida pública; (II) contratos derivativos; (III) – desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, que não os referidos no item “IV” a seguir; (IV) títulos ou contratos de investimento coletivo, registrados na CVM e ofertados publicamente, 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; (V) – certificados ou recibos de depósitos emitidos no exterior com lastro em valores mobiliários de emissão de companhia aberta brasileira; (VI) o ouro, ativo financeiro, desde que negociado em padrão internacionalmente aceito; (VII) quaisquer títulos, contratos e modalidades operacionais de obrigação ou coobrigação de instituição financeira e (VIII) *warrants*, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, títulos ou certificados representativos desses contratos e quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais desde que expressamente previstos no regulamento.

Ainda, é importante frisar que os ativos que possuam liquidação por meio de entrega de produtos, mercadorias ou serviços deverão ser negociados em bolsa de mercadorias e futuros que garanta sua liquidação ou devem ser objeto de contrato que assegure ao fundo o direito de sua alienação antes do vencimento, com garantia

de instituição financeira ou de sociedade seguradora, observada, neste último caso, a regulamentação da Superintendência de Seguros Privados – SUSEP.<sup>133</sup>

Observados os ativos que podem fazer parte da carteira dos fundos de investimento, o legislador impôs determinados limites, tanto por ativos como por emissor, os quais deverão ser observados pelo administrador e gestor do fundo de investimento, quando do cumprimento da política de investimento do fundo.

Contudo, atento ao mercado financeiro, que por sua vez, demanda em certas ocasiões uma maior flexibilidade, o legislador ampliou os limites por ativo e por emissor quando o fundo for (I) destinado a investidores qualificados<sup>134</sup> conforme definidos na legislação vigente; (II) quando o fundo possuir investimento mínimo de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) ou (III) for fundo exclusivo, ou seja, destinado a um único cotista, estes estudados adiante.

Como podemos observar no texto extraído da exposição de motivos da audiência pública no 03/2006, que objetivou alterar a ICVM 409, de 18 de agosto de 2004, os limites de concentração por ativos e por emissor visaram dar maior proteção ao mercado. Vejamos:

No texto que segue, o mercado de fundos no segmento de varejo foi avaliado à parte daquele dos investidores considerados qualificados, uma vez que a proposta de alteração dos dispositivos do Capítulo VIII da Instrução no 409, além de buscar aumentar a proteção ao pequeno investidor pelo aumento da transparência e da exigência de maior diversificação, procura dar maior liberdade aos gestores das carteiras dos investidores qualificados, que precisam de menor tutela

---

<sup>133</sup> Art. 2º § 2º da ICVM 409 de 18 de agosto de 2004.

<sup>134</sup> São investidores qualificados nos termos do art. 109 da ICVM409: (I) instituições financeiras; (II) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (III) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (IV) pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; (V) fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; (VI) administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; (VII) regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.



do Regulador, e que poderão, por sua natureza, ter capacidade de análise e poder de barganha, absorver com maior agilidade o esperado aumento dos ativos oriundos de emissores privados.

Ao impor limites de concentração por ativo e por emissor para a constituição de fundos para o público em geral e, por outro lado, permitir maior flexibilidade aos fundos destinados aos investidores qualificados, a CVM cumpriu bem seu papel de proteção do pequeno investidor, sem prejudicar os demais participantes do mercado que possuam maior compreensão dos riscos envolvidos e demandem fundos mais sofisticados.

Essa tutela, necessária ao investidor de varejo, ficou assim explicada nas exposições de motivo acima mencionada da seguinte forma:

Essa preocupação com o pequeno investidor, em face da expectativa acima descrita de maior diversificação das carteiras dos fundos, é decorrente da percepção de que o público em geral ainda não adquiriu plena familiaridade com os riscos envolvidos nessa modalidade de investimento, sendo possível que um fundo com uma carteira fortemente concentrada em títulos de crédito ou outras obrigações de origem privada não coincida com os objetivos de investimento do aplicador no segmento de varejo, haja vista o diferencial de risco que tais títulos apresentam.

Desta preocupação, a ICVM 409 trouxe uma subseção específica que trata dos investimentos em crédito privado, assim entendidos como quaisquer ativos ou modalidade operacionais de responsabilidade de pessoas físicas ou jurídicas<sup>135</sup> ou de emissores públicos que não a União Federal.

---

<sup>135</sup> Não estão incluídos no rol de ativos emitidos por pessoas jurídicas os seguintes ativos (I) ações admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado; (II) bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações admitidas à negociação nas entidades referidas no item "I"; (III) cotas de fundos de ações e cotas dos fundos de índice de ações negociadas nas entidades referidas no item "I"; e (IV) Brazilian Depositary Receipts classificados como nível II e III, de acordo com o art. 3º, §1º, incisos II e III da Instrução CVM nº 332, de 04 de abril de 2000.

Tal subseção impõe que os fundos que invistam 50% de seu patrimônio líquido nos ativos acima descritos, deverão observar regras específicas<sup>136</sup> para o seu funcionamento.

No tocante aos limites propriamente ditos, a ICVM 409 estabeleceu limites gerais por emissor, sem prejuízo daqueles previstos para cada classe de fundo, da seguinte forma:

<b>Emissor</b>	<b>%</b>
Instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil	20
Companhia aberta	10
Fundo de investimento	10
Pessoa física ou pessoa jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil	10
União Federal	100

Cumulativamente aos limites por emissor, a ICVM 409 definiu os seguintes limites por ativo financeiro:

<b>Ativo</b>	<b>%</b>
Cotas de fundos de investimento ou fundos de investimento em cotas de fundos de investimento registradas nos termos da ICVM 409	20
Cotas de Fundos de Investimento Imobiliário – FII	20
Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC	20
Cotas de Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIC-FIDC	20

<sup>136</sup>Tais regras específicas são assim determinadas pela ICVM409: (I) na denominação do fundo deverá constar a expressão “Crédito Privado”; (II) o regulamento, o prospecto e o material de venda do fundo deverão conter, com destaque, alerta de que o fundo está sujeito a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência, recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo; e (III) o ingresso no fundo será condicionado à assinatura de termo de ciência dos riscos inerentes à composição da carteira do fundo, de acordo com modelo constante do Anexo II, vedada a utilização de sistemas eletrônicos para esse fim.

Cotas de fundos de índice admitidos à negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado	20
Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI	20
Outros ativos financeiros, títulos e valores mobiliários, negociados no mercado brasileiro, admitidos pela legislação vigente	20

Cumprindo o disposto de motivos da audiência pública no 03/2006 acima mencionada, de permitir maior liberdade aos gestores de fundos destinados a investidores qualificados, os limites acima são computados em dobro nas hipóteses em que o fundo de investimento seja destinado a estes.

Ainda, são ilimitados nas hipóteses em que o fundo tenha investimento inicial mínimo, por investidor, de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), ou seja constituído para receber aplicação de um único investidor (fundo exclusivo).

Para investimento nos seguintes ativos, a ICVM 409 não impôs limites de concentração para: (I) títulos públicos federais e operações compromissadas lastreadas nestes títulos; (II) ouro, desde que adquirido ou alienado em negociações realizadas em bolsas de mercadorias e futuros; (III) títulos de emissão ou coobrigação de instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (IV) valores mobiliários diversos daqueles previstos no inciso I, desde que registrados na CVM e objeto de oferta pública de acordo com a Instrução CVM nº 400, de 2003 e (V) contratos derivativos, exceto se referenciados nos ativos listados na tabela acima.

Além dos limites acima impostos pela legislação, a ICVM permitiu o investimento em ativos localizados no exterior. Tal permissão foi inserida pela Instrução CVM nº465, de 20 de fevereiro de 2008, a qual alterou a ICVM 409 e permitiu que na composição das carteiras dos fundos houvesse ativos financeiros negociados no exterior nos seguintes limites: (I) ilimitadamente para os fundos classificados como dívida externa e para fundos com investimento mínimo de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais); (II) até 20% do patrimônio líquido para os fundos classificados como multimercado e (III) até 10% do patrimônio líquido para as demais classes de fundos.

Tal alteração legislativa teve como premissa a possibilidade de acesso a outros mercados por parte dos investidores locais, no intuito de que estes pudessem experimentar novos fatores de risco, como bem colocado pela CVM em seu edital de audiência pública nº 5/2007. Vejamos:

A CVM entende que esta possibilidade é, a princípio, benéfica, na medida em que representa mais uma opção de alocação de recursos, propiciando aos investidores o acesso a fatores de risco distintos dos que podem ser encontrados no Brasil.

Para tanto e, como objetivo de manter o investidor resguardado dos riscos inerentes do fundo possuir ativos no exterior, a CVM impôs determinadas regras no que tange a verificação da existência e da custódia dos ativos localizados no exterior.

Com isso, nos termos do parágrafo 5º do artigo 2º, o fundo somente pode investir em ativos no exterior desde que os ativos sejam admitidos à negociação em bolsas de valores, de mercadorias e futuros, ou registrados em sistema de registro, custódia ou de liquidação financeira devidamente autorizada em seus países de origem e supervisionada por autoridade local reconhecida; ou existência tenha sido assegurada pelo custodiante do fundo, que deverá contratar, especificamente para esta finalidade, terceiros devidamente autorizados para o exercício da atividade de custódia em países signatários do Tratado de Assunção ou em outras jurisdições, desde que, neste último caso, supervisionados por autoridade local reconhecida.<sup>137</sup>

---

<sup>137</sup>O parágrafo 5º do art. 2º da ICVM 409 definiu como autoridade reconhecida aquela “com a qual a CVM tenha celebrado acordo de cooperação mútua que permita o intercâmbio de informações sobre operações cursadas nos mercados por ela supervisionados, ou que seja signatária do memorando multilateral de entendimentos da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV/IOSCO.

#### 4.13 Da Classificação dos Fundos

Os fundos de investimento são classificados de acordo com a composição de sua carteira, possuindo limites de concentração específicos conforme o caso.

Nesse sentido, os fundos são classificados da seguinte forma: (I) Fundo de Curto Prazo; (II) Fundo Referenciado; (III) Fundo de Renda Fixa; (IV) Fundo de Ações; (V) Fundo Cambial; (VI) Fundo de Dívida Externa e (VII) Fundo Multimercado. A seguir detalharemos as especificidades de cada fundo.

São fundos a curto prazo aqueles que possuem como política de investimento a aplicação exclusiva de recursos em “títulos públicos federais ou privados pré-fixados ou indexados à taxa SELIC ou a outra taxa de juros, ou títulos indexados a índices de preços, com prazo máximo a decorrer de 375 (trezentos e setenta e cinco) dia, e prazo médio da carteira do fundo inferior a 60 (sessenta) dias, sendo permitida a utilização de derivativos somente para proteção da carteira e a realização de operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais”, conforme definido no artigo 93 da ICVM 409.

Por referenciados entende-se os fundos que tenham em sua política de investimento o objetivo de seguir um determinado indicador de desempenho, possuindo em sua carteira no mínimo 80% do patrimônio líquido, títulos de emissão do Tesouro Nacional ou do Banco Central do Brasil e/ou títulos e valores mobiliários de renda fixa, cujo emissor esteja classificado na categoria baixo risco de crédito ou equivalente, com certificação por agência de classificação de risco localizada no país. Cumulativamente devem estipular que no mínimo 95% da carteira seja composta por ativos financeiros, de forma a acompanhar, direta ou indiretamente, a variação do indicador de desempenho e restrinjam a respectiva atuação nos mercados de derivativos à realização de operações, com o objetivo de proteger posições detidas à vista, até o limite dessas”.<sup>138</sup>

---

<sup>138</sup> Art. 94, II e III da ICVM 409 de 18 de agosto de 2004.

Nos termos do artigo 95 “Os fundos classificados como “Renda Fixa”, deverão ter como principal fator de risco de sua carteira, a variação da taxa de juros doméstica ou de índice de preços, ou ambos” e conforme o artigo 95 –A “os Fundos classificados como Cambiais deverão ter como principal fator de risco de sua carteira, a variação de preços de moeda estrangeira, ou a variação do cupom cambial.”

Os fundos classificados como “Ações”, nos termos do artigo 95-B são aqueles que deverão ter como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado, sendo certo que a composição da carteira deve conter no mínimo 67% do conjunto dos seguintes ativos (I) ações admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado; (II) bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações admitidas à negociação nas entidades referidas no item “I”; (III) cotas de fundos de ações e cotas dos fundos de índice de ações negociadas nas entidades referidas no item “I” e (IV) Brazilian Depositary Receipts classificados como nível II e III, de acordo com o artigo 3º, §1º, incisos II e III da Instrução CVM nº 332, de 04 de abril de 2000. Importante frisar que tais limites não estão sujeitos aos limites gerais de concentração por emissor, antes expostos, desde que contenha um alerta em destaque informando que o fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes, no regulamento do fundo, prospecto e material de venda do fundo, bem como os extratos enviados aos clientes. O percentual do patrimônio líquido que exceder os 67% aplicados nos ativos acima descritos poderá ser aplicado em quaisquer ativos observado os limites de concentração por ativo, já mencionados no presente trabalho.

Já os fundos da dívida externa são aqueles que possuem no mínimo 80% de seu patrimônio líquido aplicados em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União, sendo permitida também a aplicação em ativos financeiros negociado no exterior.

Por último, mas não menos importante, dentre os fundos classificadas na ICVM 409, devemos citar os fundos multimercados, caracterizados por não possuírem compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes de fundos existentes. Isto é, os fundos multimercado devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco.<sup>139</sup> Como visto acima, tais fundos podem, desde que previstos em seu regulamento, aplicar em ativos financeiros no exterior, no limite de 20%, desde que observadas as regras contidas na ICVM 409 para investimentos no exterior, assim como podem realizar investimentos em ativos financeiros listados inciso I do § 1º do artigo 95 sem limites de concentração por emissor, “desde que o regulamento e o prospecto contenham, com destaque, alerta de que o fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes”.<sup>140</sup>

Por fim, é importante salientar, que no âmbito autorregulatório, a ANBIMA criou subcategorias das classificações dos fundos regulados pela ICVM 409, dada a enorme diversificação com que estes podem se estruturar com base nas operações realizadas e riscos destes.

Neste sentido, a ANBIMA, mediante o Anexo I da Deliberação nº 44, de 24 de Novembro de 2010 nos traz novas definições dos fundos, divididas em categoria, tipos e riscos, assim compreendidas:

<b>Categoria</b>	<b>ANBIMA Tipo ANBIMA<sup>141</sup></b>	<b>Riscos</b>
Curto Prazo	Curto Prazo	DI/SELIC
Referenciados	Referenciado DI	DI/SELIC + Crédito
Renda Fixa	Renda Fixa *	Juros Mercado Doméstico + Crédito + Índice de Preços Mercado Doméstico + Alavancagem
	Renda Fixa Crédito Livre *	Juros Mercado Doméstico + Crédito + Índice de Preços Mercado Doméstico + Alavancagem

<sup>139</sup> Art. 97 ICVM 409 de 18 de agosto de 2004.

<sup>140</sup> Art. 97 § 3º da ICVM 409 de 18 de agosto de 2004.

<sup>141</sup> A descrição pormenorizada de cada tipo ANBIMA pode ser verificada no Anexo I da Deliberação 44, de 24 de Novembro de 2010 disponível no endereço da ANBIMA na rede mundial de computadores disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-de-investimento/Pages/codigo-e-documentos.aspx>> acesso em 24/05/2013.

	Renda Fixa Índices *	Índice de Referência + Juros Mercado Doméstico + Crédito + Índice de Preços Mercado Doméstico + Alavancagem
Multimercado	Long And Short - Neutro *	Renda Variável + Alavancagem
	Long And Short - Direcional *	Renda Variável + Alavancagem
	Multimercados Macro *	Diversas Classes de Ativos + Alavancagem
	Multimercados Trading *	
	Multimercados Multiestratégia *	
	Multimercados Multigestor *	
	Multimercados Juros e Moedas *	
	Balanceados	Diversas Classes de Ativos
	Multimercados Estratégia Específica *	
	Capital Protegido	
Investimento no Exterior	Investimento no Exterior	Títulos da dívida externa e taxa de câmbio
	Ações IBOVESPA Indexado	Índice de Referência
	Ações IBOVESPA Ativo *	Índice de Referência + Alavancagem
	Ações IBrX Indexado	Índice de Referência
	Ações IBrX Ativo *	Índice de Referência + Alavancagem
	Ações Setoriais	Renda Variável
	Ações FMP - FGTS	
	Ações Small Caps	
	Ações Dividendos	
	Ações Sustentabilidade/Governança	
	Ações Livre *	Renda Variável + Alavancagem
	Fundos Fechados de Ações	Renda Variável
Cambial	Cambial	Moeda de Referência
* Admitem alavancagem		



Desta forma, podemos notar que a autorregulação nos traz uma gama ainda maior de classificações dos fundos, buscando deixar explícitos aos investidores as estratégias dos gestores e os riscos incorridos em cada tipo de fundo.

Contudo, sobre esta sistemática de classificação, críticas se constroem, como a formulada pelo professor de economia da FGV-SP Samy Dana em reportagem publicada no Valor Econômico em 14/05/2015 ao dizer: "A classificação de fundos atual é muito confusa para o investidor que não é da área financeira", diz e afirma que "Ela deveria estar mais ligada ao potencial de perdas de cada categoria do que à classe de ativos".<sup>142</sup>

Em nosso entendimento, é louvável a tentativa realizada pela ANBIMA de melhor explicação dos tipos de fundos, porém as críticas acima possuem uma dose de fundamento, uma vez que o investidor leigo e de varejo terá poucas condições de entender conceitos e operações complexas do mercado financeiro, como as realizadas em fundos long-short, por exemplo.

#### **4.14 Da Incorporação, da Fusão, da Cisão e da Transformação**

A ICVM 409 trouxe também um capítulo dedicado ao assunto em epígrafe, contemplado do artigo 101 ao 104 da referida instrução, de forma a estabelecer as regras e procedimentos para as operações de Incorporação, da Fusão, da Cisão e da transformação dos fundos de investimento.

Desta forma, operações de incorporação e fusão de fundos são permitidas nas seguintes condições, "se os fundos tiverem política de investimento compatíveis, a implementação da operação poderá ocorrer imediatamente após a realização da assembleia geral que a deliberar ou, caso os fundos possuam política de investimento diferenciada, a implementação da operação somente deverá ocorrer

---

<sup>142</sup> No Fundo, ninguém entende, Valor Econômico disponível em <<http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/2650350/financas/2650350/no-fundo-ninguem-entende>> acesso em 14 de maio de 2012

após a alteração de regulamento” observadas as regras contidas na ICVM 409 para alteração do regulamento.<sup>143</sup>

Na hipótese de que o fundo seja constituído sob a forma de condomínio fechado, qualquer operação de incorporação, fusão ou cisão do fundo, deverá o administrador proceder com as alterações do regulamento e permitir o resgate das cotas dos cotistas que dissentirem da operação proposta.

Realizada a incorporação, fusão ou cisão do fundo, compete ao administrador cumprir as formalidades junto à CVM, determinadas no artigo 103 da referida instrução.

Por fim, cumpre mencionar que depende de autorização prévia da CVM para a realização de operações que tenham como intuito a transformação de fundo aberto em fundo fechado ou a transformação de clube de investimento em fundo aberto ou fechado.

#### **4.15 Da Liquidação e Encerramento do Fundo**

Como já visto acima, o fundo aberto que “após 90 (noventa) dias do início de suas atividades, mantiver a qualquer tempo, patrimônio líquido médio diário inferior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) pelo período de 90 (noventa) dias consecutivos” perderá seu registro nos termos do artigo 9º da ICVM 409 e deverá ser imediatamente liquidado ou incorporado a outro fundo conforme prescreve o artigo 105.

Poderá também o fundo ser liquidado por deliberação da assembleia geral de cotistas, devendo o administrador promover a divisão do patrimônio líquido, entre os cotistas, em um prazo não superior a 30 (trinta) dias da data da deliberação da assembleia, a qual deverá deliberar a forma de pagamento dos valores devidos aos cotistas, sendo certo que o auditor independente deverá nos termos do parágrafo segundo do artigo 105 “emitir parecer sobre a demonstração da movimentação do

---

<sup>143</sup> Artigo 101 da ICVM 409 de 18 de agosto de 2004.

patrimônio líquido, compreendendo o período entre a data das últimas demonstrações contábeis auditadas e a data da efetiva liquidação do fundo, manifestando-se sobre as movimentações ocorridas no período.”

Encerrado o pagamento aos cotistas, deverá o administrador encaminhar para a Comissão de Valores Mobiliários, no prazo de 15 (quinze) dias, a ata da assembleia geral que tenha deliberado a liquidação do fundo, quando for o caso, ou o termo de encerramento firmado pelo administrador, em caso de resgate total; e comprovante da entrada do pedido de baixa de registro no CNPJ.<sup>144</sup>

#### **4.16 Fundos para investidores qualificados e fundos exclusivos.**

Após a ICVM descrever os procedimentos gerais da constituição ao encerramento dos fundos, ela nos traz o capítulo XVII da ICVM 409 que estabelece o conceito de fundo de investimento destinando, exclusivamente, aos denominados investidores qualificados, já mencionados no presente trabalho, e em sua seção II, as disposições sobre os fundos exclusivos dedicados aos investidores qualificados, zelando pela suas diferenciações dos fundos destinados ao público em geral.

Os fundos destinados e estes investidores possuem uma maior flexibilidade no tocante à política de investimento, uma vez que seu público alvo aceita maiores riscos. Vejamos o que diz Eizirik:

Além destes fundos, há os chamados fundos para investidores qualificados. Estes fundos destinam-se exclusivamente a alguns investidores que aceitam maiores riscos, dado seu conhecimento do mercado ou experiência que possuem.

Cumpra aqui mencionar que é responsabilidade do administrador ou do intermediário, verificar se o cotista possui os requisitos constantes no artigo 109 da ICVM 409, observando “que a perda da condição de investidor qualificado não

---

<sup>144</sup> Artigo 107 da ICVM 409 de 18 de agosto de 2004.

implica a exclusão do cotista do fundo de investimento”.<sup>145</sup>

Não obstante o intuito da autarquia permitir o investimento apenas por parte de investidores com conhecimento do mercado ou experiência para tanto, entendemos que a criação do critério arrolado no inciso IV do artigo 109 da ICVM 409 pautado apenas em um valor mínimo de recursos aplicado em investimentos financeiros não consiste fator que permita identificar a expertise e conhecimento do mercado de um investidor.<sup>146</sup>

Nesse sentido, torna-se importante a utilização do *suitability* do investidor, com o intuito de identificar se aquele fundo possui características compatíveis com aquele potencial cotista e, com isso, seja possível adequar o investimento com o real perfil de risco do investidor.

Estes fundos, por serem destinados a um perfil exclusivo e específico de investidores com maior conhecimento e aptidão a riscos permitem, nos termos do artigo 110 a (I) utilização de títulos e valores mobiliários na integralização e resgate de cotas, com o estabelecimento de critérios detalhados e precisos para a adoção desses procedimentos, atendidas ainda, quando existirem, as correspondentes obrigações fiscais; (II) dispensa da elaboração de prospecto; (III) cobrança de taxas de administração e de performance, conforme estabelecido em seu regulamento e (IV) prazos para conversão de cota e para pagamento dos resgates diferentes daqueles previstos na ICVM 409.

Ainda, além do fundo destinado à investidores qualificados, a ICVM 465, de 20 de fevereiro de 2008 que alterou a ICVM 409 trouxe um novo conceito de fundos, denominados pelo mercado de fundos para investidores “superqualificados” que utilizou como único e exclusivo critério o investimento mínimo realizado por

---

<sup>145</sup>Cumpra aqui esclarecer que o disposto no parágrafo terceiro do artigo 109 não se confunde com a norma transitória disposta no parágrafo segundo do mesmo artigo, pois uma trata da perda da condição de investidor qualificado, ao passo que a segunda presume que o cotista sequer possuiu em algum momento referida qualificação. O entendimento de que o parágrafo segundo trata-se de norma transitória está reforçado no Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº4/12 item 1.26.

<sup>146</sup>Como exemplo da incoerência legislativa, o agente autônomo de investimento que possui experiência e conhecimento do mercado financeiro e de seus riscos, não estão incluídos no rol de investidores qualificados.

investidor de R\$ 1.000.000,00.<sup>147</sup>

Tais fundos possuem a liberdade de não observarem os limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro, estabelecidos na ICVM 409, bem como podem aplicar recursos no exterior ilimitadamente, desde que contenham em sua denominação a expressão “Investimento no Exterior”.

Como já mencionado anteriormente, os fundos destinados à aplicação exclusiva de um único cotista, denominam-se fundos exclusivos e nos termos dos artigo 111-A § 3º não possuem limites para a concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro, devendo apenas observar a classificação do fundo, mantendo sua carteira adequada à tal classificação e respectiva política de investimento.

Por fim, fica a crítica à ICVM 409 por não contemplar a figura do fundo restrito, destinada a um pequeno conjunto de investidores, que deveria e poderia ter o mesmo tratamento dado aos fundos exclusivos.

#### **4.17 Do fundo de investimento em cotas de fundos de investimento.**

O capítulo XIII da ICVM 409 trata dos fundos de investimento em cotas de fundos de investimento. São definidos como aqueles que “possuem 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio investido em cotas de fundos de investimento de uma mesma classe, exceto os fundos de investimento em cotas, classificados como “Multimercado”, que podem investir em cotas de fundos de classes distintas.”<sup>148</sup>

Importante frisar que tais fundos não podem investir em cotas: (I) Fundos de Investimento em Participações; (II) Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações; (III) Fundos de Investimento em Direitos Creditórios;

---

<sup>147</sup> A Comissão de Valores Mobiliários se pronunciou por meio do Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº4/12 que a norma obriga apenas o investimento mínimo e não a manutenção de R\$ 1.000.000,00, observado que “resgates parciais em curto espaço de tempo após a aplicação inicial, podem configurar a hipótese de tentativa de burla ao objetivo da norma”

<sup>148</sup> Art. 112 da ICVM409. Os 5% restantes da carteira do fundo, somente podem ser investidos em (I) títulos públicos federais; (II) títulos de renda fixa de emissão de instituição financeira; e/ou (III) operações compromissadas, de acordo com a regulação específica do Conselho Monetário Nacional - CMN.

(IV) Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social; (V) Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; (VI) Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional; (VII) Fundos Mútuos de Privatização – FGTS; (VIII) Fundos Mútuos de Privatização – FGTS – Carteira Livre; (IX) Fundos de Investimento em Empresas Emergentes; (X) Fundos de Índice, com Cotas Negociáveis em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado; (XI) Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - Capital Estrangeiro; (XII) Fundos de Conversão; (XIII) Fundos de Investimento Imobiliário; (XIV) Fundo de Privatização - Capital Estrangeiro; (XV) Fundos Mútuos de Ações Incentivadas; (XVI) Fundos de Investimento Cultural e Artístico; (XVII) Fundos de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras; (XVIII) Fundos de Aposentadoria Individual Programada – FAPI e (XIX) Fundos de Investimento em Diretos Creditórios Não-Padronizados.

Exceção à regra acima, temos o parágrafo 5º artigo 112 que permite aos fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como renda fixa e multimercado<sup>149</sup> investirem, *“até o limite de 20% do patrimônio líquido, em cotas de fundo de investimento imobiliário, de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios, desde que previsto em seus regulamentos.”*

Por fim, mantendo uma coerência com o objetivo dos fundos multimercado, que não possuem obrigatoriedade de seguir nenhum fator de risco, o legislador permitiu que os fundos de investimentos em cotas, classificados como multimercados, destinados exclusivamente a investidores qualificados, possam adquirir cotas dos fundos mútuos de investimento em empresas emergentes, fundos de investimento imobiliário, fundos de investimento em participações, fundos de

---

<sup>149</sup>Especialmente sobre a utilização dos fundos em cotas de fundos multimercado podemos extrair a citação feita por Eduardo Fortuna em seu conceituado livro sobre Mercado financeiro: “A necessidade de especialização tem levado os administradores de fundos à criação de produtos com maior valor agregado, que ganham apela (?) à medida que o novo patamar de juros se consolida abaixo dos dois dígitos. Um produto que atende a esse objetivo é o fundo de fundos, uma forma eficiente de arquitetura aberta. Este conceito refere-se à possibilidade de o investidor, por meio de uma única cota dentro de um único banco, acessar diversos gestores de investimentos presentes no mercado, com distintas estratégias de investimento.” FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: Produtos e Serviços. 18º Edição. São Paulo: Qualitymark. p.569.

investimento em direitos creditórios e fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios nos limites que o regulamento ou prospecto, se for o caso, definirem.

Entendemos que essa permissão concedida pelo legislador é salutar para que o fundo classificado como multimercado possa buscar o seu objetivo de não concentração em nenhum fator de risco específico e, com isso, obter retornos em outras estratégias de investimento que não abarcadas pela ICVM 409.

#### **4.18 Dos Fundos Previdenciários**

Por fim, a ICVM 409 nos traz em seu artigo 116 a definição de fundos previdenciários como sendo aqueles constituídos para a aplicação de recursos de: (I) entidades abertas ou fechadas de previdência privada; (II) regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios e (III) planos de previdência complementar aberta e seguros de vida com cláusula de cobertura por sobrevivência, de acordo com a regulamentação editada pelo Conselho Nacional de Seguros Privados.

Sobre estes fundos é importante frisar que as regras definidas para sua política de investimento são determinadas pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e a Secretaria de Previdência Complementar, que emitem normas a respeito da composição da carteira dos fundos de investimento relacionados à previdência privada e previdência de entidades fechadas respectivamente conforme já havíamos mencionado acima.

## **CAPÍTULO V – DA TRIBUTAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO**

### **5.1 Tributação dos Fundos de Investimento ICVM 409 – Regra Geral**

Antes de concluirmos o presente trabalho, trataremos da tributação aplicável aos fundos de investimento regidos pela ICVM 409, mais especificamente da tributação aplicável aos cotistas, pessoas físicas e jurídicas, dos fundos de

investimento.

A carteira do fundo de investimento não está sujeita à tributação, desta forma, a compra e venda de ativos constantes da carteira do fundo não sofrem qualquer impacto fiscal, o que representa uma grande vantagem para que os gestores possam realizar investimentos e desinvestimentos, sem a preocupação de possíveis impactos tributários.

Contudo, a carga tributária incide diretamente sobre os cotistas. Vejamos:

O fundo de investimento é uma comunhão de recursos constituída sob a forma de condomínio, portanto, não está sujeita a tratamento tributário aplicável às pessoas físicas ou jurídicas; ao contrário, está sujeito a tratamento tributário específico, cuja principal característica é a desoneração tributária do fundo de investimento e concentração da tributação no nível dos cotistas.<sup>150</sup>

Com já mencionado, o gestor pode realizar a alteração dos ativos do fundo sem que haja preocupação com tributação, exceto no tocante ao prazo médio dos investimentos da carteira e no que tange ao tipo de ativo de fundos de ações. Vejamos:

A legislação tributária estabelece que os fundos de investimento em geral classificam-se em fundos de investimento de longo e curto prazo, dependendo do prazo médio de sua carteira.<sup>151</sup>

Como destacado, no tocante ao nosso estudo, a legislação prevê regras específicas para os fundos de investimento classificados como ações.

Como principal normativo fiscal temos a Lei nº 9.532/97 que divide os fundos de investimento em duas grandes categorias: (I) aqueles que possuem em sua

---

<sup>150</sup>BENTO, Paulo Marcelo de Oliveira et. al. Manual de Tributação no Mercado Financeiro. São Paulo: Saraiva. 2011 p. 154

<sup>151</sup>BENTO, Paulo Marcelo de Oliveira et. al. Op. cit. p. 155.



carteira no mínimo 67% de ativos em renda variável e (II) aqueles que possuem em sua carteira menos de 67% de ativos em renda variável.

Como pudemos depreender da definição acima, o legislador tributário não tratou da classificação dos fundos nos mesmos moldes da ICVM 409.

Essa classificação para fins tributários não coincide com a prevista pelas regras estabelecidas pela CVM. O legislador optou por definir um regime geral para os fundos cuja carteira não seja composta, preponderantemente, por ativos de renda variável. Não somente os fundos de renda fixa são classificados nesse regime, mas também aqueles fundos cuja carteira não cumpra os requisitos legais para ser classificado como um fundo de ações, tais como os fundos cambiais e os multimercados<sup>152</sup>

É importante frisar, como bem exposto pelo autor acima, que a tributação dos fundos não é dividida entre fundos de renda variável e fundos de renda fixa, pois essa distinção não se torna técnica sob o ponto de vista financeiro, pois abarcaria os fundos cambiais, multimercado e referenciados no mesmo rol dos fundos de renda fixa.

Neste sentido, a tributação fiscal do fundos, exceto aqueles com regime especial<sup>153</sup>, seguem um padrão para os fundos de ações e um padrão para os demais, que são classificados como de curto ou longo prazo, geralmente classificados como renda fixa, não obstante nosso entendimento de falta de técnica jurídica sobre o assunto.

Ainda, neste mesmo sentido devemos extrair as considerações feitas por Daniel Gatschnigg Cardoso sobre o tratamento formalista dado pela legislação vigente:

De qualquer forma, pode-se afirmar que toda a tributação parte de

---

<sup>152</sup>Idem. Ibidem.

<sup>153</sup>Possuem regime especial os fundos de investimento em participações, fundos de investimento em empresa emergente, fundo de investimento imobiliário, fundos mútuos de Privatização – FGT.

uma distinção básica de renda fixa e variável, o que demonstra que a legislação é formalista. Exemplo clássico é a tributação dos fundos multimercados, tratados como de renda fixa quando a carteira for composta por menos de 67% (sessenta e sete por cento) em ações com liquidez à vista. Ou seja, mesmo o fundo cuja a carteira composta por 66% (sessenta e seis por cento) em ações ou mesmo um fundo alavancado com instrumentos derivativos capazes de gerar perdas expressivas serão tratados como renda fixa.<sup>154</sup>

Desta forma, diante das considerações acima, reafirmamos que a legislação tributária não acompanha a mesma técnica da legislação do mercado financeiro e de capitais.

### 5.1.1 Base de Cálculo

A base de cálculo do imposto de renda retido na fonte dos fundos de investimento está prevista na legislação como sendo a “diferença positiva entre o valor da quota apurado na data de resgate ou no final de cada período de incidência referido e na data da aplicação ou no final do período de incidência anterior, conforme o caso.”<sup>155</sup>

Nos termos do Artigo 9º, inciso I da IN 1.022/2010, *os fundos de investimento sem prazo de carência, o IRRF será calculado com base na diferença positiva entre o valor da quota no último dia dos meses de maio e novembro (ou na data do resgate, conforme o caso) e o valor da quota apurado na data da aplicação (ou dará da última incidência do imposto conforme o caso)*. Nesta hipótese, estamos diante do chamado come-cotas, tributação que incide sobre os fundos de investimento abertos, exceto os de ações, nos meses de maio e novembro de cada ano.

Já nos termos do Artigo 9º, inciso II da mesma IN 1.022/2010 “o fundo de investimento com prazo de carência de até 90 dias para resgate, o IRRF será calculado com base na diferença positiva entre o valor da quota na data em que se

---

<sup>154</sup>CARDOSO, Daniel Gatschnigg. Imposto sobre a renda auferida em fundos de investimentos. São Paulo: MP Editora, 2011. p.78.

<sup>155</sup>Artigo 6º § 1º da MP no 2.189/01

completar cada período de carência para resgate de quotas e a data da aplicação ou da última incidência do imposto.”

Ainda, o eventual valor do IOF poderá ser deduzido, quando for o caso, da base de cálculo do IRRF, observando que o IOF somente é cobrado em resgates de aplicações com prazo inferior a 30 (trinta) dias, sem prejuízo do IOF câmbio, se estivermos diante de investidor estrangeiro.

Cumpra também salientar que perdas apuradas no resgate de cotas de fundos de investimentos podem ser compensadas com futuros ganhos em fundos de investimento, desde que o fundo seja administrado pela mesma pessoa jurídica e se enquadre na mesma classificação tributária.

Por fim, no tocante às pessoas jurídicas investidoras dos fundos, seus rendimentos farão parte do lucro real, presumido ou arbitrado, conforme a escolha da tributação de sua renda, em geral efetuada por esta nos termos da legislação tributária vigente.

### **5.1.2 Alíquota e Tratamento do Imposto**

A alíquota do imposto e o tratamento do imposto de renda dependerá da natureza do beneficiário, ou seja, pessoa física, jurídica, entidades imunes, isentas ou investidores não residentes) do rendimento proveniente do fundo de investimento<sup>156</sup>.

Observadas as regras para os fundos de renda variável, que serão descritas oportunamente, os fundos de investimento, em geral possuem alíquotas regressivas com base no tempo da aplicação. Desta forma o IRRF sofrerá uma redução das alíquotas, em função do prazo da aplicação.

Além da incidência no momento do resgate das cotas, a legislação instituiu uma incidência semestral do IRRF, nos meses de maio e novembro, sobre o ganho

---

<sup>156</sup>BENTO, Paulo Marcelo de Oliveira et. al. Op. cit. p. 158

auferido durante este período. Tal antecipação do imposto é denominada usualmente no mercado como “come-cotas” e tem característica de ser um resgate parcial de cotas. Assim, vejamos:

Na prática, como o investidor pode não possuir os recursos necessários para antecipar o IRRF previsto na legislação – exceto na situação que houver, de fato, o resgate de cotas – ocorre um resgate parcial “de cotas, no valor do IRRF devido. Esse “resgate” fica a cargo do administrador do fundo, que está legalmente obrigado a efetuar o recolhimento. Daí por que a antecipação ter sido denominada “come-cotas”.<sup>157</sup>

Com isso, o cotista sofrerá uma redução das cotas de que é titular para pagamento dos impostos.

Conforme acima mencionado, a alíquota do IRRF sobre os recursos aplicados em fundos de investimento será verificada ao definir se o fundo é considerando de curto ou longo prazo. Para tanto, define-se como fundo de curto prazo aqueles que possuem ativos em sua carteira, com prazo médio de vencimento igual ou menor do que 365 (trezentos e sessenta e cinco) dias. Por outro lado, os fundos de longo prazo são aqueles que possuem ativos em sua carteira, com prazo médio de vencimento superior a 365 (trezentos e sessenta e cinco) dias.

Os fundos de investimento de curto e longo prazo possuem alíquotas de IRRF conforme tabela:

Prazo	Fundos de Curto Prazo			Fundos de Longo Prazo		
	Come Cotas	Complementar	Total	Come Cotas	Complementar	Total
Até 181 dias	20%	2,5%	22,5%	15%	7,5%	22,5%
181 a 360 dias	20%			15%	5%	20%
361 720 dias				15%	2,5%	17,5%
> de 720 dias				15%		15%

O imposto acima mencionado incidirá de forma diferente conforme a natureza

<sup>157</sup>BENTO, Paulo Marcelo de Oliveira et. al. op. cit. p. 159

do beneficiário do rendimento. Vejamos a seguir:

No tocante ao rendimento auferido por pessoa física, o imposto recolhido na fonte será definitivo e não será devido nenhum outro complemento. Já as pessoas jurídicas terão a tributação do rendimento com base na natureza da pessoa jurídica e seu regime de tributação.

Pessoas jurídicas com o regime de tributação no lucro real estão sujeitas à alíquotas do regime regressivo e, referidos rendimentos deverão compor a base de cálculo do IRPJ, sendo certo que a alíquota do IRRF será considerada como antecipação, podendo ser deduzida do IRPJ apurado ou recuperado em período seguinte se for o caso.

Para pessoa jurídica jurídicas tributada no regime do lucro presumido ou arbitrado, estão sujeitas também à alíquotas do regime regressivo e referidos rendimentos deverão ser adicionados à base de cálculo do IRPJ, sendo consideradas como receita financeira. Tal como para as pessoas jurídicas, tributadas pelo regime do lucro real, a alíquota do IRRF será considerada como antecipação, podendo ser deduzida do IRPJ apurado ou recuperado em período seguinte se for o caso.

Pessoas jurídicas sujeitas ao simples, terão seus rendimentos auferidos nos fundos de investimento sujeitos ao IRRF conforme as alíquotas regressivas contidas na tabela acima.

As entidades isentas são tributadas nos termos da regra geral e as entidades imunes não estão sujeitas à incidência de IRRF e ao recolhimento do IRPJ.

Por fim, os cotistas não residentes sujeitam-se como regra geral às mesmas normas de tributação dos residentes e domiciliados no país, exceto aqueles que realizem os investimentos nos termos das normas do CMN, atual resolução 2689/00 e ICVM 325/00, os quais estarão sujeitos à alíquota de 15% sem incidência do come-cotas. Referido regime não se aplica a cotistas residentes em jurisdições que possuem legislação que tributem a renda em alíquota inferior a 20%, sendo,

portanto, equiparados a residentes no país.

### **5.1.3 Responsável Tributário e Prazo de pagamento**

O responsável tributário pelo recolhimento do IRRF será o administrador do fundo ou a instituição que intermediar recursos para a aplicação nos fundos de investimento.

A responsabilidade pelo recolhimento do IRRF é do administrador do fundo ou da instituição que intermediar recursos, junto a clientes, para aplicações em fundos de investimento administrados por outra instituição, na forma prevista em normas baixadas pelo Conselho Monetário Nacional. No caso de investidores estrangeiros, a responsabilidade é da pessoa jurídica que efetuar o pagamento dos rendimentos.

Quanto ao momento do recolhimento, este dever ser efetuado até o último dia útil dos meses de maio e novembro de cada ano, ou no resgate das cotas, dos dois o que ocorrer primeiro, observado que os fundos fechados possuem regras próprias que serão tratadas adiante.

### **5.1.4 Classificação da Carteira**

Para efeitos fiscais, a legislação determina que o prazo médio da carteira do fundo deverá ser verificado diariamente, com base nos títulos que compõem referida carteira, observado que determinados ativos não serão considerados para fins do cálculo. Vejamos:

Para fins de classificação dos fundos em longo ou curto prazo, a legislação estabelece quais títulos e ativos devem ser considerados na apuração do prazo médio da carteira do fundo. Além disso, prevê os critérios a serem considerados, a saber (I) prazo de cada vencimento de principal e juros; (II) o prazo médio dos títulos; (III) o

prazo médio da carteira e (IV) o valor financeiro.<sup>158</sup>

Nesse sentido, determinados ativos não serão considerados no cálculo para definição da classificação do fundo – curto ou longo prazo – podendo gerar distorções, como bem observa Paulo Marcelo de Oliveira Bento:

A indicação taxativa dos títulos a serem considerados no prazo médio da carteira pode levar a distorções quando da classificação dos fundos. Assim, por exemplo, um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios com 10% do seu patrimônio aplicado em títulos públicos federais de longo prazo (os quais são considerados no cálculo) e os outros 90% em direitos creditórios de curto prazo (que não são considerados no prazo) é classificado como fundo longo prazo. Ao contrário, um fundo que aplica pequena parte de seu patrimônio em CDBs de curto prazo (os quais são considerados no cálculo) e o restante em títulos públicos emitidos no exterior (que não são considerados no prazo) é classificado como fundo de curto prazo.

Desta forma, podemos observar que a taxatividade dos títulos<sup>159</sup> que compõem ou não o cálculo para fins de classificação das carteira poderá prejudicar os cotistas que não terão a classificação condizente com a realidade do prazo da

---

<sup>158</sup>BENTO, Paulo Marcelo de Oliveira, op. cit. p. 165

<sup>159</sup>IN 1.022/10 art. 4º § 2º Deverão ser considerados apenas os seguintes títulos ou valores mobiliários e operações assemelhadas para o cálculo do prazo médio da carteira do fundo: (I) depósitos à vista; (II) operações compromissadas, lastreadas em títulos, públicos ou privados; (III) títulos públicos federais; (IV) títulos privados: (a) Certificados de Depósitos Bancários (CDB); (b) Debêntures; (c) outros títulos privados de renda fixa autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários a compor as carteiras dos fundos de investimento; (V) operações conjugadas, que permitam a obtenção de rendimentos predeterminados, realizadas nos mercados de opções de compra e de venda em bolsas de valores, de mercadorias e de futuros (box), no mercado a termo nas bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, em operações de venda coberta e sem ajustes diários, e no mercado de balcão; (VI) cotas de outros fundos de investimento. § 5º Serão excluídos do cálculo do prazo médio da carteira do fundo os seguintes títulos ou valores mobiliários e operações: (I) títulos ou operações com data de vencimento ou liquidação indeterminada; (II) operações com renda variável; (III) operações com CDB de emissão do administrador, do gestor e de empresas dos respectivos conglomerados financeiros; (IV) cotas de fundos e clubes de investimento em ações, as cotas de fundos de investimento em participações e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em participações; (V) operações com direitos creditórios, conforme definição dada pela Comissão de Valores Mobiliários, integrante das carteiras dos fundos de investimentos de direitos creditórios; (VI) operações com Cédulas de Crédito Bancário (CCB); (VII) títulos públicos ou privados emitidos no exterior e (VIII) - cotas de fundos de investimento imobiliário.

carteira para fins fiscais e os gestores que deverão optar por determinados ativos para cumprimento da legislação em vigor.

## **5.2 Tributação dos Fundos de Investimento – Fundos de ações**

São considerados fundos de ações aqueles que possuam em sua carteira, no mínimo 67% de seus ativos compostos por ações, recibos de subscrição; certificados de depósito de ações; Certificados de Depósito de Valores Mobiliários, Brazilian Depositary Receipts – (BDR); cotas dos fundos de ações; cotas dos fundos de índice de ações negociadas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado; American Depositary Receipts (ADR); nos Global Depositary Receipts (GDR) e as cotas dos fundos de índice de ações negociadas em bolsas de valores ou mercado de balcão organizado.<sup>160</sup>

### **5.2.1 Base de Cálculo**

A base de cálculo do imposto de renda retido na fonte dos fundos de investimento em ações está prevista na legislação como “sendo diferença positiva entre o valor de resgate e o custo de aquisição da cota, considerados pelo seu valor patrimonial”<sup>161</sup>.

Nos mesmos moldes dos fundos mencionados anteriormente, as perdas apuradas no resgate de cotas de fundos de investimento podem ser compensadas com futuros ganhos em fundos de investimento, desde que o fundo seja administrado pela mesma pessoa jurídica e que se enquadre na mesma classificação tributária.

---

<sup>160</sup> “Os fundos de ações que não observem o percentual mínimo de sua carteira com ativos de renda variável estão sujeitos ao regime tributário dos fundos de investimento, em geral tratados no item 2, a partir do momento do desenquadramento da carteira. O tratamento como fundo de investimento em geral, não é aplicável caso estejam presentes as seguintes condições: (I) a referida proporção não ultrapasse o limite de 50% do total da carteira, (II) a situação seja regularizada no prazo máximo de 30 (trinta) dias e (III) o fundo ou clube não incorra em nova hipótese de desenquadramento no período de 12 (doze) meses” BENTO, Paulo Marcelo de Oliveira, Op. cit. p. 171

<sup>161</sup> Art. 18, § 1º da IN 1.022/10



### 5.2.2 Alíquota e Tratamento do Imposto

Tal como os fundos acima mencionados, os fundos com tratamento tributário de renda variável possuem sua alíquota do imposto e, o tratamento do imposto de renda dependerá da natureza do beneficiário, ou seja, pessoa física, jurídica, entidades imunes, isentas ou investidores não residentes do rendimento proveniente do fundo de investimento.<sup>162</sup>

Nos termos da legislação vigente a alíquota do IRRF aplicável no momento do resgate será de 15%, observada as particularidades do beneficiário do rendimento, conforme abaixo:

O rendimento auferido por pessoa física, a alíquota aplicável será de 15% retida na fonte no momento do resgate das cotas.

Pessoas jurídicas com o regime de tributação no lucro real estão sujeitas à alíquotas de 15% retida na fonte e, tais rendimentos deverão compor a base de cálculo do IRPJ, sendo certo que a alíquota do IRRF será considerada como antecipação, podendo ser deduzida do IRPJ apurado ou recuperado em período seguinte se for o caso.

Para pessoa jurídica jurídicas com o regime do lucro presumido ou arbitrado estão sujeitas também a alíquotas de 15% e referidos rendimentos deverão ser adicionados à base de cálculo do IRPJ, sendo consideradas como receita financeira. Tal como para as pessoas jurídicas, no lucro real a alíquota do IRRF será considerada como antecipação, podendo ser deduzida do IRPJ apurado ou recuperado em período seguinte se for o caso.

Pessoas jurídicas sujeitas ao simples terão seus rendimentos auferidos nos fundos de investimento de ações, sujeitos ao IRRF com a alíquota de 15%.

As entidades isentas são tributadas à alíquota de 15% e as entidades imunes não estão sujeitas à incidência de IRRF e ao recolhimento do IRPJ.

---

<sup>162</sup>BENTO, Paulo Marcelo de Oliveira et. al. Op. cit. p. 173

Por fim, os cotistas não residentes sujeitam-se como regra geral às mesmas normas de tributação dos residentes e domiciliados no país, exceto aqueles que realizem os investimentos nos termos das normas do CMN, atual resolução 2.689/00 e ICVM 325/00, os quais estarão sujeitos à alíquota de 10%. Referido regime não se aplica a cotistas residentes em jurisdições que possuem legislação que tributem a renda em alíquota inferior a 20%, sendo, portanto, equiparados a residentes no país.

### **5.2.3 Transferência de rendimentos (dividendos e juros sobre capital próprio)**

Como é sabido, os fundos de ações são beneficiários de dividendos e juros sobre capital próprio pagos pelas companhias investidas em sua carteira. Com isso, a legislação<sup>163</sup> permite que os fundos de investimento em ações repassem aos seus cotistas os dividendos sem incidência de tributação e os juros sobre capital próprio com tributação retida na fonte de 15%.

## **5.3 Tributação dos Fundos de Investimento – Fundos Fechados**

Conforme já explicado acima, os fundos fechados não permitem resgate de cotas antes de seu encerramento, sendo permitida a amortização das mesmas ao longo do prazo do fundo.

### **5.3.1 Base de Cálculo**

A base de cálculo do imposto dependerá da natureza do investidor, bem como da operação a que se deu o rendimento para o cotista.

Na hipótese de alienação das cotas, a base de cálculo será a diferença entre o custo de aquisição e o valor da alienação. Sendo pessoa física, esta diferença

---

<sup>163</sup>IN/SRF 1.022/2010 Art. 22. Os valores recebidos das companhias emissoras de ações integrantes da carteira do fundo, repassados diretamente aos cotistas, são isentos do imposto sobre a renda, no caso de dividendos; e tributados na fonte à alíquota de 15% (quinze por cento), no caso de juros sobre o capital próprio. Parágrafo único. O disposto no caput aplica-se, também, a qualquer fundo de investimento que tenha ações em sua carteira.

será tratada como ganho líquido<sup>164</sup> apurado nas operações de renda variável se o fundo for composto por 67% em ações ou ativos equiparadas desde que referida alienação ocorra em bolsa de valores.

Não ocorrendo em bolsa de valores, o cotista pessoa física terá seu rendimento tratado conforme as regras de capital na alienação de bens ou direitos de qualquer natureza.<sup>165</sup>

No caso de amortização de cotas, a base de cálculo será o excedente apurado com base no custo de aquisição das cotas amortizadas.

Por fim, quando do resgate das cotas por término do prazo do fundo, a base de cálculo será a diferença positiva entre o valor resgatado e o custo de aquisição das cotas.

### **5.3.2 Alíquota e Tratamento do Imposto**

Os fundos de investimento constituídos sob a forma de condomínio fechado serão tributados conforme o tipo do fundo de investimento e a natureza do beneficiário, nos termos vistos anteriormente. Para os fundos de ações, a alíquota do aplicável no momento do resgate será de 15% e para os demais fundos será aplicada a tabela da alíquota regressiva, já estudada anteriormente.

### **5.3.3 Come-Cotas**

Os fundos de investimento constituídos sob a forma de condomínio fechado não sofrem incidência de come-cotas.

## **5.4 Tributação na transformação de fundo aberto em fundo fechado.**

---

<sup>164</sup>Ganho líquido consiste no “somatório dos resultados positivos e negativos obtidos em cada operação ou contrato realizado pelo investidor em cada mês, sendo possível deduzir os custos e despesas incorridos, desde que necessárias à realização das operações. A soma algébrica desses ganhos e perdas apurados mensalmente, quando positivo, constitui o ganho líquido sobre o qual incidirá o imposto de renda.” BENTO, Paulo Marcelo de Oliveira, op. cit. p. 116

<sup>165</sup>Artigo 16, inciso II da IN/SRF 1.022/2010

Conforme mencionamos acima, na alteração da forma de fundo aberto para fundo fechado teremos a alteração da sistemática de tributação do come-cotas, deixando o fundo fechado de sofrer esta tributação semestralmente nos meses de maio e novembro.

A IN 1022/2010 com suas alterações não trata especificamente da tributação de fundos em hipóteses de transformação de fundo aberto para fundo fechado. Desta forma, encontramos na doutrina pátria, o posicionamento de Joanna Oliveira Rezende<sup>166</sup> que faz uma analogia com o artigo 13 da referida IN/SRF 1022/2010. Vejamos o que este dispõe:

A transferência do cotista de um fundo de investimento para outro, motivada por alterações havidas na legislação ou por reorganizações decorrentes de processos de incorporação, fusão ou cisão de fundos ou de instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, não implica obrigatoriedade de resgate de cotas, desde que:

I - o patrimônio do fundo incorporado, cindido ou fundido seja transferido, ao mesmo tempo, para o fundo sucessor;

II - não haja qualquer disponibilidade de recursos para o cotista por ocasião do evento, nem transferência de titularidade das cotas;

III - a composição da carteira do novo fundo não enseje aplicação de regime de tributação que preveja alíquotas inferiores à do fundo extinto.

Neste sentido, o entendimento é por não haver fato gerador na hipótese de transferência de um cotista para outro fundo. Observadas as exigências mencionadas, não há que se falar em fato gerador na mera transformação do fundo. Vejamos em suas palavras:

Assim, se na transformação (I) o patrimônio do fundo aberto for integralmente mantido; (II) não houver qualquer disponibilidade dos recursos aos investidores/quotistas nem transferência de titularidade

---

<sup>166</sup>REZENDE, Joanna Oliveira. Tributação dos Fundos de Investimento e Algumas Questões Controvertidas. In DE SANTI, Eurico Marcos Diniz e CANADO, Vanessa Rahal (Coord.). Tributação dos Mercados Financeiros e de Capitais e dos Investimentos Internacionais. São Paulo: Editora Saraiva. 2011. P. 217

de quotas; e (III) a composição da carteira do fundo fechado não ensejar aplicação de regime de tributação que preveja alíquotas inferiores ao fundo aberto, não haverá que se falar em tributação de IR.

Desta forma, tendemos a concordar com a posição acima exposta, uma vez que não há resgate de cotas ou ganho financeiro – renda – ao cotista, na transformação de fundo aberto em fundo fechado, não ocorrendo, portanto, fato gerador de tributo.

### **5.5 Questões controvertidas da tributação de fundos no caso de sucessão causa mortis.**

Devemos aqui tratar também a questão referente à tributação de fundos na hipótese de sucessão causa mortis ou meação do cônjuge supérstite.

Preliminarmente devemos mencionar que a Receita Federal do Brasil, por meio do Ato Declaratório Interpretativo nº 13 de 18 de julho 2007<sup>167</sup> (“ADI 13”), dispôs em seu artigo 2º que as aplicações financeiras, no caso de sucessão causa mortis, estão sujeitas ao imposto de renda na fonte e IOF, quando for o caso.

Desta forma, a princípio,<sup>168</sup> estamos diante de um entendimento formal da receita federal de que no caso de sucessão causa mortis deveria haver recolhimento

---

<sup>167</sup>ADI/SRF 13 de 18 de julho de 2007 – Dispõe sobre a incidência da CPMF na transferência de recursos financeiros decorrente de sucessão "causa mortis" ou por reorganização societária - Art. 1º São passíveis de incidência da Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF) as transferências financeiras, realizadas pelas instituições financeiras, decorrentes de: I - incorporação, cisão ou fusão; II - sucessão "causa mortis". Parágrafo único. O disposto no inciso I não se aplica na hipótese de transferência de reservas técnicas, fundos e provisões de plano de benefício de caráter previdenciário entre entidades de previdência complementar ou sociedades seguradoras, nos termos do inciso IX do art. 8º da Lei nº 9.311, de 24 de outubro de 1996. Art. 2º As operações de que tratam o art. 1º, quando referentes a aplicações financeiras, sujeitam-se inclusive ao pagamento do imposto de renda na fonte e do imposto sobre operações de crédito, câmbio e seguro, ou relativas a título ou valores mobiliários, quando for o caso.

<sup>168</sup>Ressalto que o termo “em princípio” utilizado neste parágrafo se justifica diante da ressalva final do artigo 2º “quando for o caso” que pode nos trazer duas interpretações distintas. A primeira seria que somente estariam sujeitas à aplicação de IR e IOF aquelas operações em que a legislação assim disponha (i.e. opção pelo recebimento dos bens do de cujus a valor de mercado) ou em uma segunda interpretação, se for o caso, estaria apenas se referindo ao IOF relativo a operações com valores mobiliários.

de imposto de renda na fonte.

No entanto, em contraponto à ADI 13, prescreve o artigo 23 da Lei nº 9.532/97<sup>169</sup> que na transferência de bens de propriedade por sucessão, estes podem ser avaliados a valor de mercado ou pelo valor constante da declaração de bens do de cujus.

Ainda, no que tange à transferência das cotas quando da morte de um dos cônjuges, estas não se constituem uma nova propriedade, tendo o cônjuge sobrevivente apenas a possibilidade de destacar o que já lhe pertencia do monte que integrava a sociedade conjugal. Neste sentido vemos o processo de consulta SRRF nº 37/09:

GANHO DE CAPITAL – MEAÇÃO – HERANÇA - A propriedade de um bem adquirido por meação , quando da morte de um dos cônjuges, não se constitui uma nova propriedade, o cônjuge sobrevivente apenas passa a ter a possibilidade de destacar o que já lhe pertencia do monte que integrava a sociedade conjugal. Desse modo, não haverá ganho de capital, quando do falecimento do cônjuge, uma vez que não há transferência de propriedade do bem (...)<sup>170</sup>

Por oportuno, é importante lembrar que o fato gerador de imposto é a do resgate ou amortização das cotas ou alienação ou das cotas em caso de fundo fechado.

Como é sabido, as cotas de fundo aberto não podem ser cedidas, exceto por decisão judicial, execução de garantia ou sucessão universal nos termos do artigo 12 da ICVM 409, ou seja, não havendo necessidade de resgate.

---

<sup>169</sup> Art. 23. Na transferência de direito de propriedade por sucessão, nos casos de herança, legado ou por doação em adiantamento da legítima, os bens e direitos poderão ser avaliados a valor de mercado ou pelo valor constante da declaração de bens do de cujus ou do doador. (Lei nº 9.532/97)

<sup>170</sup> Processo de Consulta no 37/09, SRRF 7ª região, publicação DOU: 10.06.2009 em FERREIRA, Airton et. al., Regulamento do Imposto de Renda 2012, anotado e comentado, 15ª Ed. São Paulo: Fiscosoft, 2012. p. 454

Neste sentido, entendemos que o ADI 13 não acompanha nosso entendimento acima exposto e, bem como o disposto em nossa doutrina<sup>171</sup> sobre o assunto ou posicionamento da própria receita, quando trata do ganho de capital na transferência de propriedade por sucessão. Vejamos:

GANHO DE CAPITAL – TRANSFERÊNCIA DE PROPRIEDADE POR SUCESSÃO – Na transferência de direito de propriedade por sucessão, nos casos de herança ou legado, os bens e direitos poderão ser avaliados a valor de mercado ou pelo valor da declaração de bens do de cujus. Se a transferência for efetuada a valor de mercado, a diferença a maior entre esse e o valor pelo qual constavam da declaração de bens do de cujus sujeitar-se-á à incidência de imposto.<sup>172</sup>

Isto posto, em nosso entendimento, a divisão das cotas referentes à herança e à meação não devem ser realizadas mediante o resgate de cotas, bem como não devem ser alvo de imposto de renda retido na fonte.<sup>173</sup>

## **5.6 Questões controvertidas da tributação na integralização de fundo de ações exclusivo com títulos e/ou valores mobiliários.**

Outra questão controvertida em matéria tributária relacionada a fundos de investimento é a integralização de cotas do fundo, mediante a entrega de títulos e valores mobiliários.

<sup>171</sup>Neste sentido Joana Oliveira Rezende “Ocorre que, na sucessão universal de alienação financeira, por exemplo, na aplicação em um fundo de investimento não há qualquer forma de alienação dentre as elencadas no § 2º do artigo 65 da Lei nº 8981/95 que determina para esse fim, a alienação compreende transmissão, liquidação, resgate cessão e repactuação. Isso porque em nenhuma dessas hipóteses há sentido de continuação do direito do herdeiro à aplicação efetuada pelo de cujus, não se verificando, portanto, nenhum dos eventos de disponibilização dos rendimentos ao investidor/herdeiro que ensejasse a incidência de IR.” op. cit. p. 248

<sup>172</sup>Processo de Consulta nº 152, SRRF/ 7a Região Fiscal. Publicação D.O.U. 18.09.2001. FERREIRA. AIRTON. op. cit. op. locci.

<sup>173</sup>Em sentido contrário Solução de Consulta Nº 302 de 03 de Dezembro de 2007 - INCIDÊNCIA. QUOTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO. TRANSFERÊNCIA DE TITULARIDADE POR CAUSA MORTIS. Incide o imposto de renda na fonte nos casos de transferência de titularidade de cotas de fundos de investimento nos casos de sucessão legal causa mortis. Disponível em: <[http://decisoes.fazenda.gov.br/netacgi/nph-brs?s10=&s9=NAO+DRJ/\\$.SIGL.&n=-DTPE&d=DECW&p=1&u=/netahtml/decisoes/decw/pesquisaSOL.htm&r=11&f=G&l=20&s1=&s3=&s4=&s5=fundos+de+investimento&s8=&s7=>](http://decisoes.fazenda.gov.br/netacgi/nph-brs?s10=&s9=NAO+DRJ/$.SIGL.&n=-DTPE&d=DECW&p=1&u=/netahtml/decisoes/decw/pesquisaSOL.htm&r=11&f=G&l=20&s1=&s3=&s4=&s5=fundos+de+investimento&s8=&s7=>)> acesso em 31/05/2013

Novamente a Receita Federal do Brasil tratou a matéria por meio da edição do Ato Declaratório Interpretativo nº 7 de 25 de maio de 2007<sup>174</sup> (“ADI 7”) determinando que “O imposto de renda devido sobre o ganho de capital apurado na integralização de cotas de fundos ou clubes de investimentos por meio da entrega de títulos ou valores mobiliários deve ser pago até o último dia útil do mês subsequente à data da integralização à alíquota de 15% (quinze por cento).”

Por este entendimento da Receita Federal do Brasil temos que a integralização de cotas de fundos de investimento com títulos ou valores mobiliários é fato gerador do imposto de renda sobre ganho de capital de que trata a Lei nº 7.713 de 22 de dezembro de 1998, conforme nos remete o ADI 7 acima mencionado.

Desta forma, a integralização acima mencionada estaria enquadrada como forma de alienação por parte do cotista dos títulos ou valores mobiliários transferidos para o patrimônio do fundo, estando sujeito ao disposto no artigo 3º, § 3º da Lei nº 7.713.<sup>175</sup>

De forma contrária, ao fazer a interpretação do artigo acima mencionado, entende Joanna de Oliveira Rezende ao afirmar que a integralização de ativos em um fundo exclusivo não corresponde a uma alienação. Vejamos:

Em nosso entendimento, a integralização de ativos na carteira de

---

<sup>174</sup>O SECRETÁRIO DA RECEITA FEDERAL DO BRASIL - SUBSTITUTO, no uso da atribuição que lhe confere o inciso III do art. 224 do Regimento Interno da Secretaria da Receita Federal do Brasil, aprovado pela Portaria MF nº 95, de 30 de abril de 2007, e tendo em vista o disposto nos arts. 3º, 16, 19 e 20 da Lei nº 7.713, de 22 de dezembro de 1988, e no art. 23 da Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, e o que consta do processo no 10168.001281/2007-43, declara: Artigo único. O imposto de renda devido sobre o ganho de capital apurado na integralização de cotas de fundos ou clubes de investimentos por meio da entrega de títulos ou valores mobiliários deve ser pago até o último dia útil do mês subsequente à data da integralização à alíquota de 15% (quinze por cento) § 1º Na hipótese de que trata o caput, considera-se ganho de capital a diferença positiva entre o valor de mercado dos títulos ou valores mobiliários alienados, na data da integralização das cotas, e o respectivo custo de aquisição. § 2º A Secretaria da Receita Federal do Brasil, mediante processo regular, arbitrará o valor ou preço informado pelo contribuinte, sempre que não mereça fé, por notoriamente diferente do de mercado.

<sup>175</sup>§ 3º Na apuração do ganho de capital serão consideradas as operações que importem alienação, a qualquer título, de bens ou direitos ou cessão ou promessa de cessão de direitos à sua aquisição, tais como as realizadas por compra e venda, permuta, adjudicação, desapropriação, doação em pagamento, doação, procuração em causa própria, promessa de compra e venda, cessão de direitos ou promessa de cessão de direitos e contratos afins.



fundo exclusivo não corresponde, por si só, a uma alienação em nenhuma das acepções acima elencadas. Indubitavelmente, a integralização em comento corresponde a uma movimentação de ativos, mas não necessariamente caracteriza-se como uma alienação.<sup>176</sup>

Em concordância com o posicionamento acima mencionado, na transferência de títulos ou valores mobiliários ao fundo de ações exclusivo, não há como se falar em alienação pois estarão ausente os requisitos mínimos como a existência de um alienante e um adquirente. No caso dos fundos de investimento, temos que estes não possuem personalidade jurídica e, com isso, o patrimônio do fundo se confundirá em última análise com o patrimônio do cotista.<sup>177</sup>

Ainda, ao realizar a tributação sobre o ganho de capital, estaríamos tributando uma expectativa de ganho de capital, uma vez que o recebimento das cotas não representa uma efetiva disponibilidade econômica. Da mesma forma, se assumirmos como verdade que a mera transferência dos valores mobiliários ensejaria fato gerador de tributo, deveríamos assumir que a manutenção de ações no patrimônio teria de ser tributada sempre que houvesse valorização. Ao realizar a integralização das cotas, o investidor ainda está sujeito às oscilações do mercado de financeiro e de capitais, podendo, inclusive, ainda ter desvalorização do ativo integralizado.

Com isso, em que pese a interpretação dada pela Receita Federal do Brasil no ADI 7, entendemos que não deveria ser tributado o ato de integralização de cotas de fundos de ações exclusivo, não obstante que na prática os administradores de fundos de investimento somente realizem estas operações se seguido o disposto no ADI 7.

---

<sup>176</sup>REZENDE, Joanna Oliveira, op. cit. p. 238

<sup>177</sup>Neste mesmo sentido, Joanna Oliveira Rezende ao tratar da análise do artigo 481 do Código Civil Brasileiro nos diz “Da análise desse dispositivo, verificamos que esse tipo de relação obrigacional é caracterizada, tipicamente, pelo vínculo entre duas partes em posições opostas. Ou seja, para se caracterizar uma alienação, os ativos deveriam deixar de ser do alienante e passar a ser de propriedade do adquirente, *figuras que, no caso em exame, se confundem, em última instância, na figura do investidor exclusivo.*”

## CONCLUSÃO

Diante do exposto, podemos depreender que o Instituto dos Fundos de Investimento regulados pela Instrução 409 da Comissão de Valores Mobiliários possui diversas características em sua estrutura, que devem ser estudadas pelo operador do direito.

Originários dos chamados instrumentos de investimentos coletivos ou organizações de investimentos coletivos, não se sabe ao certo qual foi seu marco inicial, mas é sabido que são instrumentos importantes para o desenvolvimento econômico das sociedades em que estejam inseridos.

Em nosso ordenamento jurídico, temos que os fundos de investimento remontam às sociedades de investimento e às sociedades em conta de participação, sendo que a primeira legislação sobre o tema foi editada em 1945 e, apenas em 1957, surge o termo fundo em nosso ordenamento.

No entanto, somente em 14 de julho de 1965 o Instituto do Fundo de Investimento surge positivado em nosso ordenamento jurídico, contando com dois artigos específicos na Lei nº 4.278/65. Anos depois, com a edição da Lei nº 6.385/76 que criou a Comissão de Valores Mobiliários, um polo duplo de regulamentação dos fundos de investimentos surgiu, competindo a esta regulamentação de parte dos fundos de investimento, enquanto que a outra parte ficou a cargo do Banco Central.

Foi apenas em 2001, com a edição da Lei nº 10.303 que classificou as cotas de fundos como valores mobiliários, que a duplicidade regulatória chegou ao seu fim, passando, portanto, à regulação de competência exclusiva da Comissão de Valores Mobiliários a regulamentação destes.

Desta forma, a Comissão de Valores Mobiliários editou a Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, marco regulatório dos fundos de investimento, tema do presente trabalho.

De início, tratamos da natureza jurídica dos fundos de investimento e observamos que não há um entendimento pacífico em nosso ordenamento jurídico quanto à sua natureza. Ao passo que a legislação atual utiliza o termo condomínio para definir os fundos de investimento. Temos em nossa doutrina, defensores da teoria associativa (societária) como a teoria mais correta para a definição da natureza jurídica dos fundos.

Neste diapasão, tendemos a concordar com a teoria associativa para definir a natureza jurídica dos fundos diante das semelhanças existentes com o conceito de sociedade definido em nosso ordenamento jurídico civil, prescrito pelo artigo 981 do Código Civil, qual seja contribuição, com bens, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados.

No tocante à organização e funcionamento dos fundos de investimento regulados pela ICVM 409, observamos que estes possuem uma pluralidade de participantes, sendo os principais deles: o cotista, o administrador e o custodiante, sem prejuízo da existência de outras figuras importantes, como os gestores, distribuidores, auditores, agências de classificação de risco e consultores de títulos e valores mobiliários.

Ao administrador, principal destinatário do arcabouço regulatório, vimos que este possui regulamentação específica, devendo ser previamente registrado junto à CVM, nos termos da ICVM 306, e tem sua função no âmbito dos fundos de investimento, definida na ICVM 409, cabendo a ele o “conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo.”

A mesma ICVM 306 regulamenta a atividade do gestor do fundo e novamente a ICVM 409 nos traz uma melhor definição e descrição dos serviços prestador por estes ao definir que gestão da carteira do fundo é a gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos títulos e valores mobiliários dela integrantes, desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de

carteira de valores mobiliários pela CVM, tendo o gestor poderes para negociar, em nome do fundo de investimento, os referidos títulos e valores mobiliários.”

Ao custodiante competirá a guarda, controle e liquidação dos títulos e valores mobiliários. Esta atividade, diferentemente da atividade exercida pelo administrador e gestor, somente poderá ser realizada por instituição financeira e entidade de compensação e custódia, regularmente credenciada para a atividade.

Vimos também que o fundo deve contar com auditoria independente para a verificação das demonstrações financeiras; com distribuidores para a colocação de suas cotas no mercado e poderá, contar de forma opcional, com consultores de investimentos, comitês de investimento e com agências de classificação de risco (agências de *rating*).

Diante da capilaridade que os fundos de investimento possuem, tratamos também da adequação de investimento ao perfil de risco do investidor, tema cada vez mais importante diante do atual cenário econômico, no qual os investidores brasileiros tiveram que se deparar com juros inferiores à casa de dois dígitos, interferindo decisivamente na responsabilidade dos administradores e distribuidores de fundos de investimento.

Quanto aos fundos de investimento, em resumo, notamos que estes podem ser abertos ou fechados, a depender se permitem ou não resgate de cotas, devem ser administrados e geridos por pessoa física ou jurídica devidamente habilitada junto à CVM, registrados junto a CVM, podendo ou não ser alvo de oferta pública ou oferta pública com esforços restritos, podem ter uma pluralidade de cotistas ou cotista único, possuem diversas classificações a depender dos ativos que poderão compor sua carteira, podem ter os limites de composição da carteira ampliados conforme seus cotistas sejam classificados como investidores qualificados ou efetuem investimentos mínimos de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais).

Por fim, mas não menos importante, abordamos os diferentes tratamentos tributários existentes para os fundos de investimento, bem como levantamos dois questionamentos sobre questões controvertidas da matéria em relação a estes.

Ante o exposto, podemos observar que ao tratarmos de fundos de investimento devemos ter em mente que estamos diante de uma estrutura abrangente, que envolve diversos agentes e diversos institutos do direito e, com isso, é merecedor de nossa atenção.

Seja no campo legal ou no campo econômico, estamos diante de um instituto de suma importância para o desenvolvimento da sociedade, pois os fundos de investimento são, por muitas vezes, responsáveis pelo financiamento de atividades empresariais e pela circulação de parte da riqueza monetária de um país.

Em face do disposto acima, chegamos à conclusão de que a existência de um amplo arcabouço jurídico do instituto, a existência e a atenção de entidades privadas como a ANBIMA, que busca uma maior transparência e nível de informação, a atuação da Comissão de Valores Mobiliários como órgão governamental de fiscalização dos agentes envolvidos, representa um fator de segurança para o investidor dos fundos de investimento, possibilitando dessa forma a visão de que a indústria de fundos de investimento no Brasil possui um futuro de constante crescimento.

## BIBLIOGRAFIA

ALVIM, Thereza. Revista do Instituto de Pesquisa e Estudos, n.3, jan./mar. 1967

ANBIMA. Anexo I da Deliberação 44, de 24 de Novembro de 2010 disponível no endereço da na rede mundial de computadores <http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-de-investimento/Pages/codigo-e-documentos.aspx> acesso em 24/05/2013.

BARRETO FILHO, Oscar. Sociedades de Crédito, financiamento e investimento. Revista do Instituto de Pesquisas e Estudos, n. 2, jul/dez. 1966.

BENTO, Paulo Marcelo de Oliveira, et. al. Manual de Tributação no Mercado Financeiro. São Paulo. Saraiva. 2011

BRASIL. Comissão De Valores Mobiliários. Processo CVM RJ 2005/2345. Superintendência de Registros – SRE, Marcelo Trindade (relator) Distribuição pública e privada de cotas de fundos fechados, Rio de Janeiro, 21/02/2006

BRASIL Comissão De Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador nº 22/2005

BRASIL Comissão De Valores Mobiliários. OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 4/2012 disponível no site [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br) acesso em 20/02/2013

CALADO, Luiz Roberto, Regulação e Autorregulação do Mercado Financeiro, São Paulo: Saint Paul Editora, 2009

CARDOSO, Daniel Gatschnigg. Imposto sobre a renda auferida em fundos de investimentos. São Paulo: MP Editora., 2011

COX, James D.; HILLMAN, Robert W; LANGEVOORT, Donald C. Securities Regulation: Cases and Materials, New York: Aspen Publishers, 2009.

DA SILVA, Paulo Ferreira Dias. Responsabilidade civil e administrativa na regulação do Mercado de capitais. Revista de Direito Bancário 34/2006 In: Doutrinas Essenciais v.8 (org. Arnaldo Wald). São Paulo: RT, 2011

DEBEUX Julio Ramalho A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro – Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 2006.

DINIZ, Maria Helena. Curso de Direito Civil Brasileiro v. 7, Responsabilidade Civil. Ed. Saraiva. 2003

DOTTA, Eduardo Montenegro. Da Orientação Regulatória dos Fundos de Investimento e os Deveres dos Administradores. Texto novo. São Paulo. 2005 edital de audiência pública SDM n. 14/2011

EIZIRIK, Nelson; et. al. Mercado de Capitais - Regime Jurídico. 2ª ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008

EIZIRIK, Nelson. Reforma das S.A. e do mercado de capitais 2ª ed. Revista e aumentada. Rio de Janeiro: Renovar, 1998

FERREIRA, Airton, et. al., Regulamento do Imposto de Renda 2012, anotado e comentado, 15a Ed. São Paulo: Fiscosoft, 2012.

FORTUNA, Eduard. Mercado Financeiro: Produtos e Serviços. 18ª Edição. São Paulo: Qualitymark, 2010

FREITAS, Ricardo dos Santos. Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2006

GOBBI, Juliana Vianna Lacrete. Exequibilidade das decisões proferidas no âmbito dos processos de regulação e melhores práticas da ANBIMA. São Paulo: Quartier Latin, 2012

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O Conceito de Valor Mobiliário. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro nº 59, ano XXIV, São Paulo, Revista dos Tribunais, 1985

LIMA, Flávio. No Fundo, ninguém entende, Valor Econômico disponível em <http://www.valor.com.br/imprimir/noticia/2650350/financas/2650350/no-fundo-ninguem-entende> acesso em 14 de maio de 2012

NUCCI, Guilherme de Souza. Leis Penais e processuais penais comentadas. 2ª edição revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007

Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. Securities Exchange Commission.. 2003 disponível em <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>

REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial, v. 2 São Paulo: Saraiva, 2003

REZENDE, Joanna Oliveira. Tributação dos Fundos de Investimento e Algumas Questões Controvertidas. In: Tributação dos Mercados Financeiros e de Capitais e dos Investimentos Internacionais. Coord. Eurico Marcos Diniz de Santi e Vanessa Rahal Canado. Editora Saraiva. São Paulo, 2011.

ROCHA, Tatiana Nogueira. Fundos de Investimento e o Papel do Administrador. Textonovo: São Paulo, 2003

SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito Bancário. São Paulo: Atlas, 2005

SPANGLER, Timothy. The Law of Private Investment Funds. New York: Oxford University Press, 2008

STUBER, Walter Douglas. A Nova Regulamentação dos Fundos de Investimento. Revista de Direito Bancário 27/2005 in WALD, Arnaldo (org.). Doutrinas Essenciais Direito Empresaria, RT, 2011

YASBEK, Otávio, Regulação do Mercado financeiro e de capitais, Rio de Janeiro: Elsevier, 2007

ZACLIS, Lionel. Proteção Coletiva dos Investidores no Mercado de Capitais. São Paulo: Editoria Revista dos Tribunais, 2007