



UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO – UNIRIO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E POLÍTICAS
ESCOLA DE CIÊNCIAS JURÍDICAS

EDUARDO ALVES MOTA TAVARES JORGE

Matrícula: 2008.2.361.252

A ESTRUTURAÇÃO LEGAL DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

Rio de Janeiro

2015

Eduardo Alves Mota Tavares Jorge

A Estruturação Legal de Fundos de Investimento

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Escola de Ciências Jurídicas da Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro (UNIRIO) como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. José Gabriel Assis de Almeida.

Rio de Janeiro

2015

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO – UNIRIO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E POLÍTICAS
ESCOLA DE CIÊNCIAS JURÍDICAS

A Banca Examinadora resolveu atribuir a nota _____ ao acadêmico Eduardo Alves Mota Tavares Jorge pela apresentação deste trabalho.

Banca Examinadora:

Prof.

Prof.

Prof.

Rio de Janeiro, data: _____.

METODOLOGIA

O presente trabalho será desenvolvido através de pesquisa acadêmica, buscando explorar todas as doutrinas pertinentes ao tema, através da coleta de obras e artigos publicados em revistas especializadas, assim como os mais variados livros (tanto de literatura brasileira como estrangeira), regulamentações, comunicados, ofícios, notas e qualquer outra forma de entendimento, buscando-se analisar todo o processo de estruturação legal dos fundos de investimento, com diálogo direto com a regulamentação e legislação aplicáveis ao tema.

A metodologia será complementada, ainda, pelo estudo de direito comparado, de forma a analisar as diferenças e semelhanças dos fundos de investimento constituídos sob o ordenamento jurídico brasileiro e os fundos de investimento constituídos sob a égide dos demais ordenamentos jurídicos ao redor do mundo, notadamente os de origem anglo-saxã.

RESUMO

O presente trabalho tem como escopo a análise do tema da estruturação dos fundos de investimento sob o ordenamento jurídico brasileiro, tratando-se de suas principais formas e legislação aplicável ao tema, bem como suscitando questionamentos diversos surgidos ao longo desse processo, como o tratamento tributário aplicável, a responsabilidade dos administradores e a natureza jurídica dos fundos de investimento.

Palavras-Chave: fundos de investimento, mercado de capitais, natureza jurídica.

ABSTRACT

This work is scoped to the analysis of the structuring of investment funds under the Brazilian legal system, considering its main forms and the applicable rules and regulations under such context, as well as bringing up several points that have arisen during this process, such as the applicable tax treatment, the liability of the fund's administrators and the scope of the legal nature of the investment funds.

Key words: investment funds, capital market, legal nature.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

| | |
|-------------------------|--|
| ANBIMA | Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. |
| CDI | Certificado de Depósito Interbancário ou Interfinanceiro. |
| CMN | Conselho Monetário Nacional, do Banco Central do Brasil, órgão superior do Sistema Financeiro Nacional, criado pela Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. |
| CNPJ | Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas, do Ministério da Fazenda. |
| COFINS | Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social, tributo federal. |
| CSLL | Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, tributo federal. |
| CVM | Comissão de Valores Mobiliários. |
| Decreto 6.306/97 | Decreto nº 6.306, de 14 de dezembro de 2007. |
| DI | Depósito Interbancário ou Interfinanceiro. |
| IGP-M/FGV | Índice Geral de Preços do Mercado, auferido e divulgado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV). |
| IN CVM 356 | Instrução normativa da CVM nº 391, de 17 de dezembro de 2001. |
| IN CVM 391 | Instrução normativa da CVM nº 391, de 16 de julho de 2003. |
| IN CVM 409 | Instrução normativa da CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004. |

| | |
|-------------------------------|---|
| IN CVM 472 | Instrução normativa da CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008. |
| IN CVM 555 | Instrução normativa da CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014. |
| IOF | Imposto sobre Operações Financeiras, tributo federal. |
| IPCA/IBGE | Índice de Preços ao Consumidor Amplo, auferido e divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). |
| IRPJ | Imposto de Renda – Pessoa Jurídica, tributo federal. |
| ISS | Imposto sobre Serviços de Qualquer Natureza, tributo municipal. |
| PASEP | Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público, tributo federal. |
| PIS | Programa de Integração Social, tributo federal. |
| Resolução CMN 2.689/00 | Resolução nº 2.689 do CMN, de 26 de janeiro de 2000. |
| Resolução CMN 4.373/14 | Resolução nº 4.373 do CMN, de 29 de setembro de 2014. |
| RFB | Receita Federal do Brasil. |
| STF | Supremo Tribunal Federal. |
| STJ | Superior Tribunal de Justiça. |
| Taxa SELIC | Taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), ferramenta de política monetária utilizada pelo Banco Central do Brasil para atingir a meta das taxas de juros estabelecida pelo Comitê de Política Monetária (Copom). |

SUMÁRIO

| | |
|--|----|
| INTRODUÇÃO | 11 |
| 1 O PROCESSO DE ESTRUTURAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO | 13 |
| 1.1 As Etapas desse Processo e a Elaboração dos Documentos de Oferta | 15 |
| 1.1.1 Constituição do Fundo de Investimento | 15 |
| 1.1.2 Emissão, Distribuição e Subscrição das Cotas | 17 |
| 1.1.3 Assembleia Geral de Cotistas | 19 |
| 1.1.4 Resgate e Amortização das Cotas | 21 |
| 1.1.5 Limites de Concentração e de Diversificação por Emissor e por Ativo Financeiro..... | 23 |
| 1.2 Classificações dos Fundos de Investimento..... | 23 |
| 1.3 A Relevância do Advogado nesse Processo..... | 26 |
| 1.3.1 Aspectos Gerais | 26 |
| 1.3.2 Adequabilidade do Investimento (<i>suitability</i>) | 28 |
| 2 TRATAMENTO TRIBUTÁRIO APLICÁVEL AOS FUNDOS DE INVESTIMENTO.. | 29 |
| 2.1 Imposto sobre a Renda Aplicável às Carteiras dos Fundos de Investimento..... | 29 |
| 2.2 Imposto sobre Operações Financeiras Aplicável às Carteiras dos Fundos de Investimento | 30 |
| 2.3 Imposto sobre a Renda Aplicável aos Cotistas de Fundos de Investimento | 31 |
| 2.3.1 Fundos de Investimento Regidos pela Norma Geral..... | 32 |
| 2.3.2 Investidores Estrangeiros | 34 |
| 2.4 Imposto sobre Operações Financeiras Aplicável aos Cotistas de Fundos de Investimento | 35 |
| 2.5 Tratamento Tributário Aplicável aos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento | 36 |
| 3 RESPONSABILIDADES CIVIL, PENAL E ADMINISTRATIVA DOS ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO..... | 39 |
| 3.1 Obrigações dos Administradores de Fundos de Investimento | 39 |
| 3.2 Responsabilidades dos Administradores de Fundos de Investimento | 41 |
| 3.2.1 Responsabilidade Civil | 42 |
| 3.2.2 Responsabilidade Penal..... | 44 |
| 3.2.3 Responsabilidade Administrativa | 46 |
| 4 NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO | 49 |
| 4.1 Aspectos Gerais | 49 |

| | |
|--|----|
| 4.1.1 Teoria Condominial | 51 |
| 4.1.2 Teoria da Comunidade de Bens Não Condominial | 53 |
| 4.1.3 Teoria da Propriedade em Mão Comum | 54 |
| 4.1.4 Teoria da Propriedade Fiduciária | 55 |
| CONCLUSÃO..... | 60 |
| REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 62 |
| WEBSITES CONSULTADOS..... | 64 |

INTRODUÇÃO

Os fundos de investimento são veículos de financiamento da atividade empresarial, fruto das necessidades econômicas relativamente recentes e de extrema importância no atual cenário mundial. É através desses veículos, dotados de flexibilidade e, ao mesmo tempo, segurança jurídica, que pequenos e grandes investidores, sejam eles institucionais ou não, encontram gestores e administradores profissionais para unir e rentabilizar seus recursos.

Entretanto, é importante observar que, em contrapartida ao grande valor econômico agregado das operações realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários, encontram-se os riscos potencialmente envolvidos nessas operações, passando-se por riscos de mercado, de crédito e de liquidez.

Tais riscos são, ainda, muitas vezes influenciados por fatores externos, como acontecimentos políticos, econômicos ou particulares, sendo, esses últimos, os que envolvem determinado segmento ou, até mesmo, sociedade específica. É o caso de grandes companhias, como a Petrobras (Petróleo Brasileiro S.A.), cujos resultados econômicos geram impactos em grande parte do mercado de ações e nos respectivos fundos que nelas investem, conforme visto recentemente, com a crise deflagrada pelas denúncias da Operação Lava-Jato, da Polícia Federal brasileira.

Não obstante, sabe-se que esses riscos abrangem não só os investidores finais, mas também todos os prestadores de serviços contratados para atuar no âmbito do processo de constituição, estruturação e funcionamento dos fundos de investimento, aos quais são impostas diversas obrigações e responsabilidades específicas, conforme se verá detalhadamente adiante.

Nesse contexto, visando a maior mitigação de riscos em cadeia possível, os fundos de investimento, em sua maioria, estão sujeitos a intensa regulamentação e fiscalização por parte da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda e responsável por disciplinar o funcionamento do mercado de valores mobiliários.

É nesse contexto que surge a fundamental atuação do advogado, de forma a assessorar os prestadores de serviço em todas as etapas do processo de

constituição e estruturação do fundo de investimento, desde a elaboração das minutas dos documentos de oferta até a obtenção do registro de funcionamento pela CVM ou de sua dispensa, conforme aplicável. Durante todo esse processo, deverá sempre zelar pelo cumprimento das leis, regulamentação e eventuais exigências aplicáveis pelos órgãos reguladores, cuidando para que, ao mesmo tempo, o produto financeiro não perca sua viabilidade econômica e atratividade ao mercado.

O assessor legal pode ser contratado para defender os interesses individuais de uma das partes, que podem ser o administrador, gestor, consultor; os próprios investidores; ou da operação como um todo. Nesse último caso, temos os chamados *deal counsels*, que desempenham um papel ainda mais multifacetado e complexo.

Nesse trabalho, pretende-se analisar todo o processo de estruturação dos fundos de investimento sob o ponto de vista jurídico, tomando-se, principalmente, os pontos controvertidos ou obscuros em relação à matéria. Analisar-se-á as fases do processo de estruturação dos fundos de investimento, o tratamento tributário aplicável à espécie, as responsabilidades dos administradores e a natureza jurídica do instituto dos fundos de investimento, delimitando-se a legislação, jurisprudência e doutrina aplicáveis a cada um desses temas.

1 O PROCESSO DE ESTRUTURAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Os fundos de investimento são espécie de mecanismos de investimento coletivo que visam a redução dos riscos e o aumento da possibilidade de retorno do investimento (quando comparado aos investimentos individualmente realizados), por meio da diversificação do portfólio de investimentos e da administração e gestão especializadas¹.

Os fundos de investimento caracterizam-se pela aplicação em conjunto de recursos de pessoas físicas e/ou jurídicas, buscando maior rentabilidade, uma vez que a soma de recursos aplicados é grande, e que, portanto, podem ser obtidos preços e taxas melhores. Foram criados com o objetivo de reduzir o risco inerente às aplicações no mercado financeiro, uma vez que o fundo aplica seus recursos em diferentes ativos – títulos de renda fixa, títulos de renda variável e outros ativos –, os quais possuem riscos diferenciados. Desse modo, a diversificação dos títulos adquiridos pelo fundo (carteira do fundo) possibilita reduzir o risco de sofrer com perdas com os investimentos².

Nesse sentido, a IN CVM 409³, que regula os fundos de investimento, em seu art. 2º, aduz que “*o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros*”.

A IN CVM 409 dispõe, também, sobre a classe e o tipo dos fundos de investimento, os quais são determinados de acordo com os ativos que compõem a carteira do fundo, e que determinará todas as disposições legais e regulamentares a serem observadas durante o processo de estruturação do fundo. Sabe-se que a IN CVM 409 é a norma geral, existindo, ainda, instruções normativas específicas, emitidas pela própria CVM, para cada uma das espécies de fundo sujeitas a regulação própria, como se verá mais adiante.

¹ “*O fundo de investimento, ao permitir a aplicação de recursos de pequeno volume e proporcionar o acesso a uma administração especializada, constitui um dos mais notáveis e democráticos instrumentos de alocação da poupança dos investidores, muitas vezes não afeitos à complexa dinâmica do mercado financeiro*”. (EIZIRIK, Nelson. Mercado de Capitais – Regime Jurídico, pág. 81, 3ª Ed., Renovar).

² MALACRIDA, Mara Jane Contrera; DE LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco. Fundos e Clubes de Investimento. P. 468. In: LIMA, Iran Siqueira; LIMA, Geraldo Augusto Sampaio Franco; PIMENTEL, René Coppe (coord.). Curso de Mercado Financeiro: tópicos essenciais. São Paulo: Atlas, 2007.

³ A partir de 1º de julho de 2015, entrará em vigor a IN CVM 555, que revogará a IN CVM 409. Observa-se, entretanto, a recepção de artigos da IN CVM 409 pela IN CVM 555, com correspondência direta. Segundo o art. 150 da referida IN CVM 555, os fundos de investimento em funcionamento na data de início da vigência dessa instrução, terão até 4 de janeiro de 2016 para se adaptarem às novas disposições.

Além da classificação quanto aos ativos de sua carteira, os fundos de investimento são ainda divididos em fundos de investimento *abertos* e fundos de investimento *fechados*, de acordo com o art. 5º da IN CVM 409.

Em suma, os cotistas de fundos de investimento abertos podem requerer o resgate de suas cotas a qualquer tempo, seja ele total ou parcial, enquanto os cotistas de fundos de investimento fechados só poderão ter suas cotas resgatadas ao final do prazo de duração do fundo, estipulado no regulamento.

Não obstante, consoante o parágrafo único do art. 5º da IN CVM 409, é permitido realizar a amortização das cotas, a qualquer tempo, tanto nos fundos de investimento abertos quanto nos fechados. A amortização consiste na redução do valor individual da cota e o respectivo pagamento do valor da cota a todos os cotistas do fundo, sem redução da quantidade de cotas emitidas⁴.

Por outro lado, somente as cotas de fundos de investimento fechados podem ser objeto de cessão ou transferência, observadas determinadas exceções, conforme disposto no *caput* do art. 12 da IN CVM 409, e condicionado à verificação do atendimento das formalidades estabelecidas no regulamento do fundo e na IN CVM 409.

Nesse sentido, observa-se que as cotas dos fundos de investimento abertos são, via de regra, dotadas de liquidez imediata, podendo ser resgatadas a qualquer momento. Já as cotas de fundos de investimento fechados, haja vista não poderem ser resgatadas durante o funcionamento do fundo, têm sua liquidez condicionada à negociação no mercado secundário, somente, em que poderão ser alienadas a terceiros.

Em todos os casos, no entanto, determinadas regras devem ser observadas pelo administrador durante a constituição do fundo de investimento, as quais se expõe a seguir.

⁴ O art. 2º, III, da IN CVM 555 define a amortização de cotas como o “*pagamento uniforme realizado pelo fundo, a todos os seus cotistas, de parcela do valor de suas cotas sem redução do número de cotas emitidas, efetuado em conformidade com o disposto no regulamento ou com deliberação da assembleia geral de cotistas*”.

1.1 As Etapas desse Processo e a Elaboração dos Documentos de Oferta

1.1.1 Constituição do Fundo de Investimento

A constituição dos fundos de investimento se dá através de ato unilateral do administrador, por meio de instrumento particular que delibera sobre o regulamento, a ser registrado em cartório de registro de títulos e documentos e, posteriormente, disponibilizado a todos os cotistas do fundo.

O regulamento, paralelamente ao estatuto social nas sociedades anônimas e ao contrato social nas sociedades limitadas, é o documento que determina as matérias aplicáveis ao fundo, incluindo os objetivos e as políticas de investimento, os deveres do administrador, do gestor e dos demais prestadores de serviço do fundo (como se verá no Capítulo Terceiro adiante), o prazo de duração e as classificações do fundo, a forma e a periodicidade do cálculo da cota, a política de divulgação de informações adotada, as disciplinas aplicáveis à forma de subscrição e resgate das cotas, assim como as disposições referentes à assembleia geral de cotistas.

Alterações ao regulamento, por sua vez, devem ser deliberadas e aprovadas pelo órgão supremo de deliberação nos fundos de investimento, qual seja, a assembleia de cotistas, observadas determinadas exceções nos casos em que se vise o atendimento a exigências expressas feitas pela própria CVM, a atualização para adequação às normas legais ou regulamentares ou a atualização de dados cadastrais dos prestadores de serviço do fundo⁵.

Ao contrário do que ocorre no direito americano bem como em outros ordenamentos jurídicos, os fundos de investimento, no direito brasileiro, não possuem personalidade jurídica própria⁶, como se verá detalhadamente no Capítulo

⁵ Segundo o art. 45 da IN CVM 409: “O regulamento pode ser alterado, independentemente da assembleia geral, sempre que tal alteração decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento a exigências expressas da CVM, de adequação a normas legais ou regulamentares ou ainda em virtude da atualização dos dados cadastrais do administrador, do gestor ou do custodiante do fundo, tais como alteração na razão social, endereço e telefone”.

⁶ Ilustrativamente, ressalta-se o art. 1º da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, que institui os fundos de investimento imobiliário: “Ficam instituídos Fundos de Investimento Imobiliário, sem personalidade jurídica, caracterizados pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários.”

Nesse sentido: “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

Quarto adiante. Ainda assim, os fundos de investimento devem obter inscrição no cadastro nacional de pessoas jurídicas (CNPJ). O número de registro no CNPJ, assim como a denominação do fundo, que deverá conter a expressão “fundo de investimento” e a respectiva classe, devem constar expressamente no regulamento.

Não obstante à elaboração do regulamento, o administrador deverá, também, elaborar o prospecto⁷ do fundo⁸. Esse documento consolida as matérias aplicáveis à oferta de cotas do fundo, devendo tratar das metas e dos objetivos de gestão do fundo, do público alvo, dos objetivos e políticas de investimento, da relação de prestadores de serviço do fundo bem como especificar as taxas cobradas por cada um desses prestadores de serviço e identificar os riscos assumidos pelo fundo, tanto no que diz respeito aos riscos concernentes aos cotistas quanto aos relacionados ao próprio fundo, durante seu funcionamento. O prospecto deverá estar publicamente disponível, durante todo o período de distribuição, a qualquer investidor que deseje consultá-lo, e deve ser redigido de maneira clara e acessível ao público investidor⁹.

Aos fundos de investimento abertos destinados ao público em geral¹⁰, é exigida, ainda, a elaboração de lâmina, contendo as principais informações do fundo de forma resumida, e atualizadas mensalmente. A lâmina, nos casos aplicáveis, deverá ser apresentada aos potenciais investidores do fundo em conjunto com o prospecto, não substituindo este.

Após a elaboração do regulamento, prospecto e lâmina (quando aplicável), o registro do regulamento em cartório e a obtenção de CNPJ, o administrador deverá, então, requerer o registro do fundo junto à CVM, mediante o envio de determinados documentos¹¹ a esta autarquia, via internet, por meio do Sistema de Envio de

investidores relação interpessoal associativa – a 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 de gestão de seus recursos”. (EIZIRIK, Nelson. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. p. 83, 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011).

⁷ Ver art. 40 da IN CVM 409.

⁸ De acordo com o art. 110, II, da IN CVM 409, a elaboração do prospecto pode ser dispensada para os fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados, observando-se que, nesse caso, determinadas matérias deverão constar, obrigatoriamente, no regulamento do fundo.

⁹ Nesse sentido, destaca-se o art. 15 do Código de Regulação e Melhores Práticas para Fundos de Investimento da ANBIMA.

¹⁰ Isto é, fundos de investimento que não sejam destinados exclusivamente a investidores qualificados, conforme o inciso VIII do art. 8º da IN CVM 409.

¹¹ Deverá ser enviado o regulamento, o prospecto, os dados referentes ao registro em Cartório de Títulos e Documentos, declaração do administrador que firmou contratos com terceiros auxiliares,

Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores. Com o envio de todos os documentos requeridos pela CVM, o registro do fundo será concedido automaticamente, na data do protocolo de recebimento dos documentos.

Observa-se, no entanto, que, apesar de a concessão do registro do fundo se dar de forma automática pela CVM, tal registro poderá ser cancelado após certo período de tempo se não observadas determinadas condições. Em se tratando de fundos abertos, o cancelamento pode ocorrer em até 90 dias contados do início das atividades caso o fundo mantenha patrimônio líquido inferior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) por 90 dias consecutivos, devendo, nesse caso, ser liquidado ou incorporado a outro fundo. Nesse sentido, de acordo com Mario Tavernard:

Essa exigência evidencia a pretensão da entidade reguladora para que os fundos tenham robustez mínima a fim de serem competitivos. (...) se o patrimônio do fundo for pequeno, não haverá ganhos de escala, pois os custos fixos poderão prejudicar demasiadamente a rentabilidade, além de possivelmente comprometer a liquidez e opções para diversificação da carteira.¹²

Nos fundos abertos, por sua vez, o cancelamento do registro perante a CVM pode se dar caso o número mínimo de cotas representativas do patrimônio inicial do fundo não sejam subscritas no prazo de 180 (cento e oitenta) dias, observado que, nesse caso, o administrador pode solicitar a prorrogação do prazo por mais 180 (cento e oitenta) dias, a exclusivo critério da CVM, por uma única vez.

1.1.2 Emissão, Distribuição e Subscrição das Cotas

Da regulamentação emanada da CVM sobre os fundos de investimento¹³, aduz-se que a *emissão* consiste na decisão, tomada pela assembleia geral de cotistas, nos fundos fechados, de lançar novas cotas do fundo ao mercado, sendo o momento anterior à distribuição e à subscrição das cotas.

comprovante de inscrição no CNPJ, nome do auditor independente, formulário e lâmina com informações básicas sobre o fundo.

¹² CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. p. 86. São Paulo, Quartier Latin: 2012.

¹³ Seção IV da IN CVM 409, com correspondência na Seção II da IN CVM 555.

A emissão de novas cotas nos fundos de investimento abertos não requer prévia aprovação por assembleia geral de cotistas, requisito que é essencial para a emissão de cotas nos fundos fechados.

Nesses casos, a própria assembleia geral de cotistas que aprovar a emissão de novas cotas poderá estipular o número mínimo de cotas que devem ser subscritas para que a distribuição tenha efeito, bem como determinar o tratamento a ser dado na hipótese de tal número mínimo não ser atingido.

A distribuição, por sua vez, consiste na própria colocação das cotas no mercado para subscrição pelos potenciais investidores. Nos fundos fechados, esta dependerá de registro prévio na CVM¹⁴, na forma de registro de oferta pública regulada pela IN CVM 409¹⁵.

Durante a fase de distribuição, os valores recebidos a título de integralização das cotas deverão ser depositados em conta bancária em nome do fundo, mantida junto a banco comercial, banco múltiplo com carteira comercial ou Caixa Econômica¹⁶. Tais valores, até que se de o encerramento da distribuição, deverão ser aplicados imediatamente em títulos públicos federais ou em cotas de fundos de investimento de curto prazo¹⁷.

A subscrição é o ato pelo qual o investidor se torna cotista do fundo, passando a ser o titular das novas cotas emitidas, e assume a obrigação de integralizar o valor correspondente, via de regra, em moeda corrente nacional¹⁸. Nos fundos fechados, a subscrição se consubstancia com a assinatura do *boletim de subscrição* pelo investidor, em que, dentre outras matérias, deverá ser atestado o recebimento do regulamento pelo respectivo investidor. Nessa linha, ressalta Ricardo de Santos Freitas:

(...) independentemente da espécie de fundo em que ingressar, o investidor, ao aportar seus recursos, adquire um valor mobiliário

¹⁴ Exceção se faz aos fundos de investimento fechados destinados exclusivamente a investidores qualificados, cuja distribuição é dispensada de registro prévio na CVM.

¹⁵ Com correspondência no art. 21 da IN CVM 555.

¹⁶ Consoante o disposto no art. 28 da IN CVM 409, com correspondência no art. 24 da IN CVM 555.

¹⁷ O art. 24 da IN CVM 555, em relação ao art. 28 da IN CVM 409, acrescenta as “operações compromissadas com lastro em títulos públicos federais” no rol dos investimentos permitidos.

¹⁸ Exceção com relação aos fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais, conforme o art. 110, I, da IN CVM 409, com correspondência nos arts. 125, I e 129 da IN CVM 555.

designado cota, representativo de direitos patrimoniais equivalentes à significação econômica de uma fração ideal do patrimônio do fundo investido e de direitos políticos a ela insitos¹⁹.

Ainda com relação aos fundos fechados, a subscrição das cotas objeto da distribuição deverá observar o prazo máximo de 180 (cento e oitenta) dias, contados do início da distribuição. Caso se tenha determinado um montante de subscrição mínimo e esse montante não seja atingido no referido prazo, o prazo de 180 (cento e oitenta) dias poderá ser estendido por igual período de tempo, através de solicitação fundamentada por parte do administrador à CVM, que terá discricionariedade em deferi-lo. Na hipótese de, ao fim do período de extensão do prazo, o montante de subscrição mínimo ainda assim não ser atingido, os valores integralizados deverão ser restituídos aos investidores, acrescidos dos respectivos rendimentos auferidos, líquidos de quaisquer encargos ou tributos. Caso a totalidade das cotas em distribuição não seja subscrita, mas não se tenha determinado montante mínimo para a subscrição, ficará a critério do subscritor optar por permanecer no fundo ou receber de volta o montante integralizado, acrescido dos respectivos rendimentos auferidos, líquidos de quaisquer encargos ou tributos.

1.1.3 Assembleia Geral de Cotistas

Conforme mencionado acima, a assembleia geral de cotistas é o órgão máximo de deliberação nos fundos de investimento, sejam eles abertos ou fechados.

O administrador possui as atribuições relacionadas à gestão do patrimônio do fundo, tendo os poderes gerais para tanto. Fica, entretanto, a cargo dos cotistas, reunidos em assembleia geral, deliberar sobre as questões que envolvam a modificação da própria estrutura do fundo, as quais afetem direitos fundamentais dos cotistas, as alterações ao regulamento, a transformação, fusão, incorporação, cisão ou liquidação do fundo bem como sobre a fiscalização das contas do próprio administrador²⁰.

¹⁹ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. p.227. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

²⁰ Nesse sentido, dispõe o art. 47 da IN CVM, com correspondência no art. 66 da IN CVM 555, que compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre:

“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

Sendo assim, observa-se que a assembleia geral de cotistas, além das funções de próprias de deliberação, também atua como órgão fiscalizador da aplicação dos recursos do patrimônio do fundo e da atuação de seus prestadores de serviço. Dispõe a IN CVM 409²¹ que a assembleia geral de cotistas reunir-se-á anualmente para tomar as contas relativas ao fundo bem como deliberar sobre as demonstrações financeiras apresentadas pelo administrador.

Nesse sentido, as assembleias de cotistas podem ser divididas em ordinárias e extraordinárias. As ordinárias são aquelas que devem ser realizadas anualmente em até 120 (cento e vinte) dias após o encerramento do exercício social, de acordo com o art. 49 da IN CVM 409, para deliberar sobre as referidas demonstrações financeiras do fundo. As assembleias extraordinárias são, por exclusão, todas as demais que tenham por matéria assuntos diversos à aprovação das demonstrações financeiras.

Quanto à convocação, as assembleias gerais de cotistas podem ser convocadas pelo administrador, gestor, custodiante ou por cotista que detenha montante igual ou superior a 5% do total das cotas emitidas pelo fundo. Nos casos em que a convocação não se der por iniciativa do administrador, as demais pessoas legitimadas, ainda assim, terão que enviar solicitação de convocação escrita ao administrador.

Uma vez regularmente convocada, a assembleia geral de cotistas será instalada com a presença de qualquer número de cotistas, sendo as deliberações tomadas pela maioria dos votos presentes, sendo que cada cota corresponderá a um voto. Não obstante, o regulamento poderá prever quóruns de deliberação qualificados para matérias específicas, como as alterações do próprio regulamento.

Nos fundos abertos, por sua vez, é vedada a determinação de quórum maior que a metade das cotas em circulação para a deliberação da destituição do administrador, por exemplo. Nas palavras de Mario Tavernard, “isso representa uma

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”.

²¹ Ver art. 49 da IN CVM 409, com correspondência no art. 68 da IN CVM 555.

proteção aos cotistas (...)", já que a estipulação de quórum muito elevado "poderia inviabilizar ou dificultar tal destituição"²².

Existe, ainda, a possibilidade de o regulamento prever que as deliberações sejam tomadas por meio de consulta formal, no lugar da realização de assembleia presencial de cotistas²³. Assim, se possibilitaria uma efetiva participação de todos os cotistas no processo decisório dos fundos de investimento²⁴.

Por fim, é necessário verificar a existência de conflitos formais de interesse, em razão dos sujeitos, nas assembleias gerais de cotistas. A própria IN CVM 409, em seu art. 54²⁵, traz o rol de pessoas impedidas de votar nas assembleias gerais de cotistas²⁶⁻²⁷.

1.1.4 Resgate e Amortização das Cotas

O resgate e a amortização das cotas devem ser realizados pelo administrador de acordo com os procedimentos dispostos no regulamento do fundo.

²² CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. pp. 94-95. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

²³ O parágrafo único do art. 53 da IN CVM 409, com correspondência no art. 73 da IN CVM 555, aduz que "Os cotistas também poderão votar por meio de comunicação escrita ou eletrônica, desde que recebida pelo administrador antes do início da assembléia, observado o disposto no regulamento."

²⁴ Nesse sentido, observam Nelson Eizirik, Ariádna Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques: "Embora prevista na regulamentação da CVM, a assembleia dos cotistas constitui uma 'ficção', pois, na prática do mercado, raramente comparece algum cotista para votar, sendo as decisões tomadas pelo administrador." (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais – Regime Jurídico. P. 93. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008).

²⁵ Com correspondência no art. 76 da IN CVM 555.

²⁶ Nesse sentido, em relação ao conflito formal de interesse nas sociedades anônimas, que também se aplica aos fundos de investimento, assim observa Nelson Eizirik: "Tratando-se de uma proibição absoluta, o conflito de interesses seria formal, verificado ex ante, pela simples posição ocupada pelo acionista e a companhia em determinada relação jurídica; entendendo-se, por outro lado, se necessário analisar o mérito da deliberação, o conflito seria de natureza substancial. Caracteriza-se conflito quando o acionista é portador, diante de determinada deliberação, de 2 (dois) interesses inconciliáveis: um enquanto indivíduo, singularmente considerado. Outro enquanto membro de determinada comunidade acionária. Assim, o seu interesse particular é incompatível com o interesse social, não podendo um deles ser atendido sem o sacrifício do outro." (EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120. p. 660-661. São Paulo: Quartier Latin, 2011).

²⁷ Com efeito, ressaltam Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch: "(...) o combate ao uso de informação privilegiada e à manipulação de mercado, tipos que buscam tutelar o regular funcionamento do mercado de capitais, constitui uma das principais preocupações dos reguladores de valores mobiliários ao redor do mundo." (SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. 1ª ed. p. 107: Saraiva, 2012).

Conforme mencionado anteriormente, os fundos abertos podem ter suas cotas resgatadas a qualquer momento, a pedido do cotista. Nesse caso, o resgate é, portanto, um direito do cotista e uma obrigação do administrador. Já nos fundos fechados, o resgate se dá somente com o fim do prazo de duração do fundo, determinado no regulamento. Em ambos os casos, a efetivação de resgates pelo administrador do fundo deverá atender a determinadas regras, dentre elas:

O regulamento deverá estabelecer o prazo entre o pedido de resgate e a data de conversão das cotas, assim entendida a data de apuração do valor da cota para efeito do pagamento do resgate.

A conversão será realizada pelo valor da cota do dia da data da conversão, ressalvadas as hipóteses previstas para os fundos de curto prazo, de renda fixa e referenciados, ou aqueles registrados como “exclusivos” ou “previdenciários”, o regulamento poder prever que o valor da cota do dia seja calculado a partir do patrimônio líquido do dia anterior, atualizado por 1 (um) dia²⁸.

O pagamento deverá ser efetuado em cheque, crédito em conta corrente ou ordem de pagamento, no prazo disposto no regulamento, sendo que este prazo não poderá ser superior a 5 (cinco) dias a partir da data da conversão das cotas, com exceção dos fundos destinados a investidores qualificados nos quais os regulamentos podem prever prazos maiores.

O regulamento pode prever prazo de carência para resgate, com ou sem rendimento.

Caso ocorra atraso no pagamento do resgate de cotas, o administrador deverá pagar uma multa de 0,5% do valor do resgate por dia de atraso, a ser paga pelo administrador, excetuada a hipótese de declaração por este de fechamento do fundo para realização de resgates.

²⁸ “No caso dos fundos de curto prazo, referenciado e renda fixa, na conversão de cotas poderá ser utilizado o valor da cota do dia calculado a partir do patrimônio líquido do dia anterior, devidamente atualizado por um dia, para fins de resgate no mesmo dia do pedido, segundo dispuser o regulamento. Essa regra, todavia, não se aplica aos fundos referenciados ou de renda fixa classificados como de logo prazo.” (“A Nova Regulamentação dos Fundos de Investimento”, Walter Douglas Stuber. Disponível em: www.migalhas.com.br/arquivo_artigo/art_07_01.htm. Acessado em 6 de abril de 2015).

Por fim, em casos de falta de liquidez dos ativos que compõem a carteira do fundo, inclusive em decorrência de pedidos de resgate que sejam incompatíveis com a liquidez existente, ou que possam implicar alteração do tratamento tributário do fundo ou do conjunto dos cotistas, em prejuízo destes, o administrador poderá declarar o fechamento do fundo para a realização de resgates, devendo, em seguida, convocar assembleia geral de cotistas para deliberar a respeito das seguintes possibilidades: substituição do administrador, do gestor ou de ambos; reabertura ou manutenção do fechamento do fundo para resgates; possibilidade do pagamento de resgate em títulos e valores mobiliários que componham a carteira do fundo; cisão do fundo; e liquidação do fundo²⁹.

1.1.5 Limites de Concentração e de Diversificação por Emissor e por Ativo Financeiro

Uma vez constituído o fundo e iniciado seu funcionamento, o administrador deverá ainda, quanto à composição da carteira de ativos fundo, observar os limites de concentração por emissor³⁰ e por modalidade de ativo financeiro³¹ estabelecidos na IN CVM 409.

1.2 Classificações dos Fundos de Investimento

Conforme exposto acima, a estruturação dos fundos de investimento requer a elaboração de diversos documentos e providências específicas antes de o fundo ser apresentado ao mercado para subscrição, sendo os principais documentos o regulamento e o prospecto do fundo. Esses documentos estão sujeitos a intensa regulamentação e fiscalização por parte das autoridades reguladoras, notadamente a CVM, as quais variam de acordo com a classificação e o tipo do fundo que está sendo estruturado.

Atualmente, os fundos de investimento podem ser classificados, de acordo com a predominância da modalidade de ativos que compõem a sua carteira de

²⁹ Consoante o art. 16 da IN CVM 409, com correspondência no art. 39, parágrafo segundo da IN CVM 555.

³⁰ Art. 86 da IN CVM 409, com correspondência no art. 102 da IN CVM 555.

³¹ Art. 87 da IN CVM 409, com correspondência no art. 103 da IN CVM 555.

investimentos, em: curto prazo, referenciado, de renda fixa, de ações, cambial, de dívida externa e multimercado.

Os fundos de curto prazo são aqueles cuja carteira de investimentos é composta exclusivamente por títulos públicos federais ou privados prefixados ou indexados à taxa SELIC, ou a outra taxa de juros (como o CDI), ou ainda em títulos indexados a índices de preço (como IGP-M ou IPCA), com prazo máximo de 375 dias e prazo médio inferior a 60 dias³². São, por esse motivo, considerados mais conservadores quanto ao risco envolvido.

Os fundos referenciados são aqueles que visam acompanhar a variação do indicador de desempenho (*benchmark*) definido em seu regulamento, conforme disposto no art. 94 da IN CVM 409³³. Na denominação do fundo referenciado, deve constar o indicador de desempenho ao qual fundo é atrelado. Os fundos com essa classificação mais presentes no mercado brasileiro são os indexados ao DI, cujo objetivo de investimento é acompanhar a variação diária das taxas de juros no mercado interbancário (CDI). Como este tipo de fundo procura acompanhar a variação das taxas de juros, este pode se beneficiar de um cenário de alta dessas taxas³⁴.

Os fundos de renda fixa, por sua vez, caracterizam-se por possuir como principal fator de risco a variação da taxa de juros doméstica e/ou a variação de índice de preços, individual ou conjuntamente³⁵, observado que ao menos 80% dos ativos que compõem sua carteira estejam atrelados a quaisquer desses dois fatores de risco.

Os fundos de ações devem investir pelo menos 67% de seu patrimônio líquido em ações negociadas em bolsa ou mercado de balcão organizado ou em outros valores mobiliários relacionados às ações³⁶. Possuem, portanto, como principal fator de risco, a variação de preços dessas ações ou outros valores mobiliários relacionados, conforme o caso. O fundo de ações não estará sujeito a limites de

³² Art. 93 da IN CVM 409, sem correspondência na IN CVM 555.

³³ Sem correspondência na IN CVM 555.

³⁴ Disponível no Portal do Investidor da CVM em:

http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/FundodeInvestimento409.html. Acessado em 12 de abril de 2015.

³⁵ Art. 95 da IN CVM 409.

³⁶ Art. 95-B da IN CVM 409, com correspondência no art. 115 da N CVM 555.

concentração por emissor, desde que o regulamento e o prospecto, quando for o caso, contenham alerta, em destaque, dos possíveis riscos envolvidos nesse sentido.

Os fundos cambiais são aqueles cuja carteira de investimentos é, no mínimo 80%, composta por ativos atrelados à variação de preços de moeda estrangeira ou a variação de cupom cambial³⁷⁻³⁸. Os mais comuns no mercado brasileiro são aqueles que investem em Dólar norte-americano ou em Euro.

Os fundos de dívida externa, por sua vez, são aqueles que possuem no mínimo 80% de sua carteira investida em títulos representativos da dívida externa da União, sendo que os 20% excedentes podem ser aplicados em outros títulos de crédito transacionados no mercado internacional, observado que o limite de concentração em uma mesma pessoa jurídica não exceda 10% do patrimônio líquido do fundo. Os títulos componentes da carteira de investimentos do fundo de dívida externa são mantidos no exterior.

Já os fundos multimercado são aqueles que possuem política de investimentos diversificada, abrangendo investimentos em diversos tipos de ativos, como renda fixa, câmbio e ações, com vários fatores de riscos envolvidos, sem que haja concentração em nenhum deles especificamente. Observados certos requisitos, os fundos multimercado, assim como os fundos de ações, não estarão sujeitos a limites de concentração por emissor³⁹. É permitida, ainda, a aplicação de até 20% do patrimônio líquido em ativos financeiros no exterior⁴⁰. Esses fundos permitem ao administrador uma maior liberdade de gestão, buscando-se uma maior expectativa de rendimento em relação aos demais. Em contrapartida, estão expostos a uma maior quantidade de riscos, tendo em vista a grande diversificação de seus investimentos. Nesse sentido, Eduardo Fortuna salienta que o risco, no tocante aos fundos de investimento, envolve “a possibilidade de perda para quem está investindo

³⁷ Art. 95-A da IN CVM 409, com correspondência no art. 116 da IN CVM 555.

³⁸ O cupom cambial é a taxa de juros em que são negociadas transações indexadas ao dólar, no Brasil, e é composto por dois componentes: a taxa DI e a variação do dólar. Ao comprar o cupom cambial, o investidor terá lucro se a taxa acumulada do CDI for superior à taxa de crescimento da cotação do dólar, ambas consideradas no mesmo período da operação.

³⁹ Ver art. 97, parágrafo 3º, da IN CVM 409.

⁴⁰ Ver art. 97 da IN CVM 409.

em função de uma eventual falência dos emissores dos títulos, reescalonamento ou atraso de pagamento dos títulos que compõem a carteira do fundo”⁴¹.

Além das classificações expostas acima, existem, ainda, os fundos de investimento sujeitos a regulação própria, a qual varia de acordo com os ativos que compõem suas carteiras, e não se sujeitam às normas da IN CVM 409. Os principais fundos sujeitos a regulação própria são o fundo de investimento em participações, regulado pela IN CVM 391 (conforme alterada), o fundo de investimento em direitos creditórios, regulado pela IN CVM 356 (conforme alterada) e o fundo de investimento imobiliário, que, por sua vez, é regulado pela IN CVM 472 (conforme alterada)⁴².

1.3 A Relevância do Advogado nesse Processo

1.3.1 Aspectos Gerais

Durante todo o processo de estruturação dos fundos de investimento, observa-se a incidência de inúmeras normas jurídicas específicas, tanto no que tange à elaboração dos documentos do fundo, dentre eles o regulamento, o prospecto e os contratos com os diferentes prestadores de serviço, como se verá adiante de maneira pormenorizada, quanto à obtenção de registro junto às autoridades competentes para o regular funcionamento do fundo e à não incurrência em ilícitos administrativos, seja pelos prestadores de serviço do fundo ou por seus cotistas. Nesse sentido, ilustrativamente, destacam Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julya Sotto Mayor Wellisch:

⁴¹ FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: produtos e serviços. 17ª ed. p. 541. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

⁴² Segundo o paragrafo único do art. 1º da IN CVM 409, excluem-se da disciplina desta instrução, os seguintes fundos, que são regidos por legislação própria: “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 Diretos Creditórios Não-Padronizados.

(...) a Constituição da República de 1988, especialmente em seu art. 174, embasa a intervenção do Estado no domínio econômico para regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, a fim de compatibilizar o princípio da liberdade econômica e da livre iniciativa com a necessária defesa dos direitos e interesses sociais, difusos e coletivos.⁴³

Admitindo-se o risco como fator *intrínseco* ao mercado de capitais, sem o qual também não seriam possíveis os ganhos, nota-se uma constante necessidade em amenizá-lo, pelos agentes e participantes do mercado de capitais.

É nesse sentido que, durante a elaboração dos documentos do fundo, o advogado deverá zelar para que os interesses dos investidores como um todo, assim como o dos respectivos prestadores de serviço e os do próprio fundo sejam preservados e os possíveis riscos sejam mitigados, ainda que o fundo obtenha um resultado econômico adverso (*e.g.* patrimônio líquido negativo)⁴⁴. Nesse sentido, é importante destacar a segregação entre a relação entre os cotistas e o fundo, de um lado e, do outro lado, a relação entre o fundo e sua carteira de investimentos, sobre o qual destaca Elide Palma Bifano:

O exame do mecanismo de um fundo de investimento evidencia duas diferentes relações, que não se confundem: (i) a relação do cotista com o fundo que acolhe os recursos, registra-os como patrimônio e investe no mercado, consoante o contido em seus propósitos, e (ii) a relação do fundo com seus investimentos, portanto os negócios e entidades onde o patrimônio do fundo é investido.⁴⁵

É dever do advogado, também, no processo de elaboração dos documentos do fundo, assegurar que sejam estabelecidas, de forma clara e precisa, todas as possibilidades de entrada e de saída dos investidores, bem como da substituição ou destituição dos prestadores de serviço, durante o funcionamento e a manutenção do fundo.

Com relação aos investimentos em si, o advogado tem, ainda, atuação relevante com relação à realização de auditoria (*due diligence*) dos ativos que irão

⁴³ SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. p. 105. Rio de Janeiro: Editora Saraiva, 2012.

⁴⁴ Nesse sentido, ressalva Ricardo de Santos Freitas que: “Poucos institutos, ou talvez nenhum outro, tenham alcançado tanta importância na vida econômica de nosso país, tendo ocupado, por outro lado, tão pouco espaço nos veículos de produção científica da dogmática jurídica.” In: MOSQUERA, Roberto Quiroga. Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo: Dialética, 1999, p. 231).

⁴⁵ BIFANO, Elide Palma. O Mercado Financeiro e o Imposto sobre a Renda. p. 299. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

compor a carteira de investimentos do fundo, verificando sua validade e eficácia, e contribuindo, dessa forma, para o aumento da segurança jurídica das operações. Nesse âmbito, ilustrativamente, observa-se as auditorias de imóveis com relação aos fundos de investimento imobiliário, de sociedades e companhias, com relação aos fundos de investimento em participações e dos contratos de cessão de direitos recebíveis, com relação aos fundos de investimento em direitos creditórios.

1.3.2 Adequabilidade do Investimento (*suitability*)

O assessor legal tem relevância, ainda, no auxílio aos investidores e às instituições financeiras prestadoras de serviço ao fundo com relação à tomada da decisão de investimento no fundo, no tocante à verificação da adequabilidade (*suitability*) do perfil do investidor, com relação aos seus objetivos, perfil de risco, experiência, conhecimento do mercado de capitais e expectativa quanto ao prazo de retorno do investimento. Dessa forma, destaca Mario Tavernard, é possível “atender melhor as expectativas do investidor e gerar maior credibilidade ao mercado, além de torná-lo mais atrativo para a comunidade em geral”⁴⁶.

Nesse sentido, observa-se a preocupação da própria Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais – ANBIMA em definir determinados métodos para aferir a adequabilidade do investidor, no Capítulo XII de seu Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Fundos de Investimento, intitulado de “Dever de Verificar a Adequação dos Investimentos Recomendados (*Suitability*)”⁴⁷.

⁴⁶ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. p. 97. São Paulo, Quartier Latin: 2012.

⁴⁷ Ressalta-se o art. 37, *in verbis*: “Sem prejuízo do disposto no § 2º do art. 23, as Instituições Participantes administradoras de Fundos de Investimento deverão adotar procedimentos formais, estabelecidos de acordo com critérios próprios, que possibilitem verificar que as instituições responsáveis pela distribuição de Fundos de Investimento tenham procedimentos que verifiquem a adequação dos investimentos pretendidos pelo investidor com o seu perfil de investimentos”.

2 TRATAMENTO TRIBUTÁRIO APLICÁVEL AOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Destaca-se, ainda, como fator relevante do auxílio jurídico no processo de estruturação de fundos de investimento, a verificação do tratamento tributário aplicável às suas carteiras de investimento bem como aos seus cotistas, distintamente considerados, conforme tratado anteriormente e explicitado adiante.

Levando-se em conta a natureza jurídica dos fundos de investimento no ordenamento brasileiro, como se verá detalhadamente em Capítulo específico a seguir, tanto os cotistas quanto a própria carteira dos fundos estariam sujeitos, inicialmente, a dois principais tributos. São eles o Imposto sobre a Renda⁴⁸ e o Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários (IOF)⁴⁹.

2.1 Imposto sobre a Renda Aplicável às Carteiras dos Fundos de Investimento

Nesse âmbito, no que se refere especificamente ao tratamento conferido ao Imposto sobre a Renda decorrente dos ganhos auferidos pelo próprio fundo de investimento, vigora, no ordenamento jurídico brasileiro, a regra geral da não tributação.

Com efeito, nota-se uma evolução do ordenamento jurídico no sentido de mitigar o efeito econômico adverso da tributação do Imposto sobre a Renda com relação aos rendimentos auferidos pelas carteiras dos fundos de investimento, concentrando-se a incidência de tributos na esfera dos cotistas. Ilustrativamente, observa-se esse esforço desde a promulgação da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965⁵⁰, que regulava as sociedades de investimento, até a publicação da Instrução

⁴⁸ Regulamentado pelas Leis nº 9.430, de 27 de dezembro de 1996 e 11.053, de 29 de dezembro de 2004, assim como pelas instruções normativas publicadas pela Receita Federal.

⁴⁹ Com fundamento legal no Decreto nº 6.306, de 14 de dezembro de 2007, conforme alterado pelo Decreto nº 8.392, de 20 de janeiro de 2015.

⁵⁰ Nesse sentido, destaca-se o teor de seu art. 57: “As sociedades de investimentos, a que se refere o art. 49, que tenham por objeto exclusivo a aplicação do seu capital em carteira diversificada de títulos ou valores mobiliários, e os fundos em condomínio aludidos na Seção IX, não são contribuintes do imposto de renda, desde que distribuam anualmente os rendimentos auferidos”.

Normativa da Receita Federal nº 1.022, de 5 de janeiro de 2010, atualmente em vigor, cujo artigo 14 aduz⁵¹:

Art. 14. São isentos do imposto sobre a renda:

I - os rendimentos e ganhos líquidos ou de capital, auferidos pelas carteiras dos fundos de investimento;

II - os juros sobre o capital próprio de que trata o art. 9º da Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, recebidos pelos fundos de investimento.

§1º. A isenção de que trata este artigo não se aplica enquanto não subscrita a totalidade de cotas, no caso de fundos de investimento cuja constituição estiver condicionada ao cumprimento daquela obrigação.

Tal posicionamento adotado pelo legislador tributário tem fundamento, também, no fato de o fundo de investimento não possuir personalidade jurídica própria, tecnicamente não devendo ser, portanto, sujeito passivo de obrigações tributárias. Nesse sentido, salienta o Ministro aposentado do Superior Tribunal de Justiça, Francisco Cláudio de Almeida Santos:

É que, na realidade, o sujeito passivo da obrigação tributária é sempre uma pessoa, conforme consta do art. 121 do Código Tributário Nacional, natural ou jurídica, e, assim, ainda que a própria lei complementar expresse independer a capacidade tributária de estar a pessoa jurídica regularmente constituída, não se cogita, quanto aos fundos, de uma pessoa irregular no tocante a sua constituição, mas de uma comunhão de recursos financeiros⁵².

2.2 Imposto sobre Operações Financeiras Aplicável às Carteiras dos Fundos de Investimento

Em linha com a particularidade da ausência de personalidade jurídica dos fundos de investimento e da regra geral de sua não sujeição a tributação, explicitada acima, com relação ao Imposto sobre a Renda, a legislação tributária, atualmente, confere equivalente tratamento favorável às carteiras dos fundos de investimento com relação à incidência do IOF.

⁵¹ Observa-se, no entanto, que o §1º do referido art. 14 traz exceção com relação à tributação das carteiras de fundos de investimento cujas cotas ainda não estejam integralmente subscritas. Nesse âmbito, salienta-se: “*Sugere-se, neste caso, o uso da tributação pelo Imposto de Renda como mecanismo de oneração e penalidade aos fundos que operem sem que as correspondentes cotas tenham sido integralmente subscritas*” (DINIZ, Rodrigo Pará. Fundos de Investimento no Direito Brasileiro – Aspectos Tributários e Questões Controversas em Matéria Fiscal. p. 22. São Paulo: Almedina, 2014).

⁵² Artigo jurídico intitulado “Regime Tributário dos Fundos de Investimento Mobiliários” disponível em: <http://daleth.cjf.jus.br/revista/seriecadernos/VOL15-1.htm>. Acessado em 21 de abril de 2015.

Nesse sentido, ressalta-se o art. 32, §2º, inciso II, do Decreto nº 6.306, de 14 de dezembro de 2007, segundo o qual ficam sujeitas à alíquota zero as operações das carteiras dos fundos de investimento e dos clubes de investimento, expressamente com relação ao IOF sobre operações envolvendo títulos ou valores mobiliários.

No que tange ao IOF envolvendo as operações de câmbio, de transferência de recursos de e para o exterior, relativas a aplicações de fundos de investimento no mercado internacional, sua incidência também fica sujeita à alíquota zero, conforme o art. 15-B, inciso III, do Decreto nº 6.306⁵³.

Nessa linha, há de ser observado que, apesar da possibilidade de haver majoração, a qualquer tempo, da alíquota do IOF sobre operações de câmbio até o limite de 25%, e das recentes alterações da legislação que rege o IOF, a alíquota zero para as operações de câmbio conduzidas pelos fundos de investimento não foi modificada em nenhum momento.

Ante o exposto, percebe-se que a legislação tributária, no Brasil, em regra, define um tratamento tributário favorável às carteiras dos fundos de investimento, seja com relação ao Imposto sobre a Renda ou ao IOF.

2.3 Imposto sobre a Renda Aplicável aos Cotistas de Fundos de Investimento

Primeiramente, salienta-se que a tributação dos ganhos auferidos pelos cotistas de fundos de investimento, diretamente, pode se dar de duas maneiras: a primeira diz respeito aos rendimentos recebidos a título de remunerações pagas pelos fundos de investimento; e a segunda está relacionada aos ganhos auferidos com a valorização da cota do fundo, mediante a efetivação de resgate ou alienação de cota pelo respectivo cotista⁵⁴.

⁵³ Observados os limites e condições fixados pela CVM, segundo expressamente disposto no próprio art. 15-B, inciso III, do Decreto nº 6.306/07.

⁵⁴ No tocante apenas aos fundos em condomínio aberto, como exposto anteriormente.

Tais ganhos auferidos pelos cotistas receberão tratamento tributário distinto e específico a depender da classificação do fundo e do tipo dos ativos que compõem sua carteira.

Nesse sentido, ressalta-se a diferenciação observada no texto da Instrução Normativa RFB nº 1.022, de 5 de abril de 2010, em que tais ganhos enquadrar-se-ão nas Seções I ou II⁵⁵.

2.3.1 Fundos de Investimento Regidos pela Norma Geral

Aos ganhos obtidos pelos cotistas de fundos de investimentos regidos pela Norma Geral⁵⁶ são aplicadas, genericamente, as disposições referentes à incidência do Imposto sobre a Renda, replicando-se, de forma geral, as normas de tributação concernentes às aplicações financeiras de renda fixa. São, assim, incidentes alíquotas regressivas, que variam de acordo com o prazo dos fundos de investimento.

A Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004, com o intuito de promover o alongamento da dívida pública à época de sua promulgação⁵⁷, já continha disposições nesse sentido, sobre o qual observa Rodrigo Pará Diniz:

Realizadas em um contexto de forte estabilização da moeda, as alterações promovidas pela Lei nº 11.033/04 na legislação então vigente objetivavam, fundamentalmente, incentivar os investimentos a longo prazo, sujeitando-os, pois, a um tratamento fiscal mais benéfico com relação ao Imposto de Renda, e desencorajando, assim, as aplicações financeiras de curto prazo, majoritariamente especulativas, atribuindo a estas maior ônus tributário⁵⁸.

A promulgação da Lei nº 11.053, em 29 de dezembro de 2004, reforçou tal posicionamento, diferenciando os fundos de investimento de renda fixa em curto prazo e longo prazo, de acordo com o prazo médio dos ativos que compõem suas carteiras de investimento.

⁵⁵ A Seção I da Instrução Normativa RFB nº 1.022, de 5 de abril de 2010, diz respeito à “Tributação dos Rendimentos Auferidos na Aplicação em Fundos de Investimento Regidos por Norma Geral”, enquanto a Seção II refere-se à “Tributação dos Rendimentos Auferidos na Aplicação em Fundos de Investimento Regidos por Norma Própria”.

⁵⁶ Por “Norma Geral”, entende-se a IN CVM 409, conforme explicitado no Capítulo Primeiro.

⁵⁷ Consoante o exposto na própria Exposição de Motivos da Medida Provisória nº 206, de 6 de agosto de 2004, mais tarde convertida na Lei nº 11.033/04.

⁵⁸ DINIZ, Rodrigo Pará. Fundos de Investimento no Direito Brasileiro – Aspectos Tributários e Questões Controversas em Matéria Fiscal. p. 26. São Paulo: Almedina, 2014.

Nesse sentido, de acordo com a referida legislação, os fundos cujas carteiras de investimento possuam ativos com prazo médio superior a 365 dias são classificados como “longo prazo” e, se igual ou inferior a 365 dias, são então classificados como “curto prazo”⁵⁹.

Os cotistas de fundos de investimento regidos pela norma geral e considerados de longo prazo, com relação aos ganhos auferidos, atualmente estão sujeitos à tributação de acordo com a tabela regressiva do Imposto sobre a Renda estabelecida no art. 1º da Lei nº 11.033/04, às alíquotas de 22,5% para as aplicações com prazo de duração de até 180 dias; 20% para aplicações com prazo de duração de 181 até 360 dias; 17,5% para aplicações com prazo de 361 até 720 dias; e 15% para as aplicações com prazo de duração acima de 720 dias.

Já os cotistas de fundos regidos pela norma geral e considerados de curto prazo têm seus ganhos tributados pelo Imposto sobre a Renda às alíquotas de 22,5%, com relação às aplicações com prazo de duração médio de até 180 dias e 20%, no que se refere às aplicações com prazo de duração médio acima de 180 dias.

Em contraponto a essa sistemática tributária com relação aos fundos de investimento regidos pela norma geral, é importante mencionar o mecanismo de “come-cotas”, vigente no sistema de tributação atual⁶⁰ e eivado de críticas doutrinárias quanto à sua legalidade e constitucionalidade. Tal mecanismo consiste na tributação pelo Imposto sobre a Renda independentemente do resgate, amortização ou alienação de cotas, mas de maneira periódica, no último dia dos meses de maio e novembro de cada ano⁶¹. Com efeito, o administrador de fundos de investimento é obrigado, com base na legislação, a deduzir automaticamente o valor referente ao Imposto sobre a Renda auferido no período de referência, mediante a redução do número de cotas do respectivo cotista em montante proporcional.

A principal crítica doutrinária a esse respeito consiste no fato de que o sistema do come-cotas considera a tributação de *rendimentos*, e não de renda, uma

⁵⁹ Nesse sentido, destaca-se o art. 6º da Lei nº 11.053, de 29 de dezembro de 2004, *in verbis*: “Art. 6º. Os fundos de investimento cuja carteira de títulos tenha prazo médio igual ou inferior a 365 (trezentos e sessenta e cinco) dias sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte, por ocasião do resgate, na forma do disposto neste artigo”.

⁶⁰ Leis nº 9.532, de 10 de novembro de 1997 e 10.892, de 13 de julho de 2004.

⁶¹ De acordo com o art. 3º da Lei nº 10.892/04.

vez que, por se dar em momento distinto ao do resgate das cotas, não leva em consideração o conceito de disponibilidade econômica (ou realização) da renda, intrínseco à tributação por meio do Imposto sobre a Renda. Observa-se, portanto, que a referida tributação por meio de come-cotas ocorre em momento anterior ao efetivo acréscimo patrimonial⁶².

Além de ir contra o conceito constitucional de renda, observa-se, ainda, que o mecanismo de come-cotas não leva em consideração o próprio conceito de tributo trazido pelo art. 3º do Código Tributário Nacional, porquanto é também dotado de ilegalidade. Ainda assim, apesar dos inúmeros questionamentos, sabe-se que o referido mecanismo encontra-se plenamente vigente em nosso sistema jurídico atual, sem que tenha sido declarado inconstitucional pelo Supremo Tribunal Federal ou ilegal, pelo Superior Tribunal de Justiça.

2.3.2 Investidores Estrangeiros

No que se refere aos investimentos detidos por cotistas não residentes no Brasil em fundos de investimento brasileiros, nota-se que a regra geral em nosso ordenamento jurídico é a da aplicação de isonomia tributária em relação aos investidores residentes.

Entretanto, com o claro intuito de incentivar os investimentos estrangeiros e fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais local, o Conselho Monetário Nacional do Banco Central publicou a Resolução CMN nº 2.689, de 26 de janeiro de 2000, a qual foi recentemente revogada, a partir de 30 de março de 2015, pela Resolução CMN nº 4.373, de 29 de setembro de 2014, tendo, porém, seus termos sido recepcionados em grande parte pela nova norma.

A partir da entrada em vigência da referida Resolução CMN 2.689/00 (cujo teor permanece em vigor atualmente, por meio da Resolução CMN 4.373/14), os investidores residentes ou domiciliados no exterior de fundos de investimento

⁶² Manifestando-se sobre o tema, em linguagem coloquial, Gilberto Braga, professor de Finanças do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (Ibmec-Rio) e conselheiro fiscal da ANBIMA, ressaltou: “Na prática, o aplicador antecipa uma tributação sobre um rendimento que ainda não levou para casa”. Disponível em <http://www.ersadvocacia.com.br/conteudo.php?sid=44&cid=554>. Acessado em 30 de abril de 2015.

brasileiro passaram a gozar de um tratamento tributário expressivamente mais favorável em relação aos investidores residentes. Para isso, teriam que cumprir as determinações dessa Resolução, como por exemplo, constituir representante legal no Brasil, obter registro junto à CVM e constituir um ou mais custodiantes autorizados pela CVM. Adicionalmente, de acordo com a Lei nº 9.959, de 27 de janeiro de 2000⁶³, não estão sujeitos ao tratamento benéfico trazido pela Resolução CMN 2.689/00⁶⁴ os investidores estrangeiros que sejam residentes ou domiciliados em países que não tributem a renda ou que o façam em uma alíquota máxima inferior a 20%, os chamados “paraísos fiscais”. Tais investidores estão sujeitos a tributação de renda em igualdade com os investidores locais.

2.4 Imposto sobre Operações Financeiras Aplicável aos Cotistas de Fundos de Investimento

Com relação ao IOF que incide quanto aos detentores de cotas de fundos de investimento, é importante destacar a distinção existente com relação às diferentes classes de fundos, uns sujeitos à norma geral e outros sujeitos a normas específicas.

Em regra geral, o Decreto 6.306/07 estabelece que o IOF referente a títulos ou valores mobiliários será cobrado à alíquota de 1% ao dia sobre o valor do resgate ou cessão de cotas de fundos de investimento, limitado ao rendimento da operação em função de seu prazo, nos termos da tabela regressiva constante em anexo a tal Decreto.

Por outro lado, o próprio Decreto 6.306/07 estabelece, em seu art. 32, §2º, IV, que os resgates de cotas de fundos de investimento em ações ficam sujeitos à alíquota zero do IOF referente a títulos e valores mobiliários.

Com relação ao IOF sobre as operações de câmbio ao qual estão sujeitas as operações de ingresso e remessa dos valores investidos pelos cotistas estrangeiros de fundos de investimento, vige a regra geral pela tributação à alíquota zero.

⁶³ Especificamente, em seu art. 7º, *in verbis*: “Art. 7º. O regime de tributação previsto no art. 81 da Lei nº 8.981, de 1995, com a alteração introduzida pelo art. 11 da Lei nº 9.249, de 1995, não se aplica a investimento estrangeiro oriundo de país que tribute a renda à alíquota inferior a vinte por cento, o qual sujeitar-se-á às mesmas regras estabelecidas para os residentes ou domiciliados no País”.

⁶⁴ Mantido pela Resolução CMN 4.373/14.

Entretanto, de maneira mais específica, a alíquota de tal imposto foi alterada para as operações de câmbio referentes ao ingresso de recursos de estrangeiros para aplicações financeiras, as quais passaram a ser tributadas à alíquota de 6%, em razão da natureza da aplicação à qual os recursos se destinam. Ficaram sujeitos à alíquota zero do IOF sobre operações de câmbio, em caráter de exceção, apenas os ingressos de valores de estrangeiros para a aquisição de cotas de fundos de investimento imobiliários⁶⁵ e fundos de investimento em participações⁶⁶.

2.5 Tratamento Tributário Aplicável aos Administradores e Gestores de Fundos de Investimento

No que se refere aos administradores e gestores de fundos de investimento, observa-se que estes estão sujeitos a um tratamento tributário específico e distinto ao aplicável às carteiras de fundos de investimento e a seus cotistas, conforme tratado anteriormente.

Os gestores e administradores de fundos de investimento, na consecução de suas atividades, estão sujeitos principalmente a quatro espécies de tributos, quais sejam: imposto sobre a renda de pessoa jurídica (IRPJ), a contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL), a contribuição para o programa de integração social (PIS) e contribuição ao financiamento da seguridade social (COFINS) e o imposto municipal sobre serviços de qualquer natureza (ISS).

Quanto ao IRPJ, as instituições financeiras prestadoras de serviço de administração e gestão de fundos de investimento estão obrigadas a apurá-lo pelo mecanismo do lucro real, o qual deve considerar os rendimentos de aplicações financeiras de renda fixa e de renda variável, bem como os rendimentos líquidos mensais auferidos por essas instituições nas aplicações financeiras de sua titularidade (não sendo abarcado, portanto, as aplicações financeiras de titularidade dos fundos de investimento administrador ou geridos pela respectiva instituição

⁶⁵ Regulamentados pela IN CVM 472.

⁶⁶ Regulamentados pela IN CVM 391.

financeira). Sobre o montante de lucro real apurado, incide IRPJ à alíquota de 15%⁶⁷.

Com relação à CSLL, a alíquota específica incidente aos administradores e gestores de fundos de investimento, como instituições financeiras, é de 15% sobre a receita bruta auferida, portanto, sobre o valor apurado anteriormente à provisão do IRPJ, tratado no parágrafo anterior⁶⁸.

Com relação às rendas auferidas pela realização das atividades de administração e gestão de fundos de investimento, haverá incidência da PIS e da COFINS, as quais incidem normalmente sobre a integralidade das receitas auferidas pelas pessoas jurídicas. Por serem instituições financeiras, no entanto, os administradores e gestores de fundos de investimento estão sujeitos ao regramento específico das Leis nº 9.701, de 17 de novembro de 1998 e 9.718, de 27 de novembro de 1998, segundo as quais as alíquotas de PIS e COFINS incidentes são de 0,65% e 4%, respectivamente, sobre a receita bruta auferida. A despeito de ser levada em consideração a receita bruta auferida, existe, contudo, determinadas hipóteses de despesas e custos passíveis de abatimento para a base de cálculo da PIS e COFINS, especificamente para as instituições financeiras, dentre as quais se encontram as perdas decorrentes das aplicações em fundos de investimento⁶⁹. Observa-se, contudo, que tal possibilidade não se admite com relação às perdas incorridas na esfera dos cotistas de tais fundos de investimento.

Por fim, as atividades desempenhadas pelos administradores e gestores de fundos de investimento estão, ainda, sujeitas ao ISS, imposto de competência municipal sobre serviços de qualquer natureza. Com efeito, a Lei Complementar nº 116, de 31 de julho de 2003, que instituiu o ISS, contém lista de serviços aos quais será incidido o referido imposto, em que se mencionam, especificamente, as atividades de administração desempenhadas pelas instituições financeiras⁷⁰.

⁶⁷ Acrescido de 10% sobre a parcela da base de cálculo que ultrapassar, em cada mês, o limite de R\$ 20.000,00 no respectivo período de apuração.

⁶⁸ De acordo com o art. 17 da Lei nº 11.727, de 23 de junho de 2008.

⁶⁹ Conforme art. 3º, §6º, inciso I, da Lei nº 9.718/98.

⁷⁰ A saber, nos seguintes itens: “15 – Serviços relacionados ao setor bancário ou financeiro, inclusive aqueles prestados por instituições financeiras autorizadas a funcionar pela União ou por quem de direito”, “15.01 – Administração de fundos quaisquer, de consórcio, de cartão de crédito ou débito e congêneres, de carteira de clientes, de cheques pré-datados e congêneres”; e “17.12 – Administração em geral, inclusive de bens e negócios de terceiros”.

3 RESPONSABILIDADES CIVIL, PENAL E ADMINISTRATIVA DOS ADMINISTRADORES DE FUNDOS DE INVESTIMENTO

3.1 Obrigações dos Administradores de Fundos de Investimento

Conforme visto no Capítulo Primeiro, os administradores são os responsáveis por todos os atos concernentes à constituição, ao funcionamento e à manutenção dos fundos de investimento, incluindo os atos de gestão, bem como à prestação de informações à CVM⁷¹. Mantêm com os fundos de investimento uma relação de prestação de serviços, pautada pela relação de fidúcia⁷², haja vista o dever de atuar com diligência e lealdade aos interesses do fundo e dos cotistas⁷³, agindo sempre com boa-fé, eficiência e transparência em todas as transações efetivadas em nome do Fundo, necessários à manutenção da integridade do mercado. Ademais, representam os fundos perante os órgãos reguladores, em juízo, bem como em todos os atos civis e comerciais praticados com relação a estes.

O dever de prestar informações pelo administrador pode ser dividido em quatro bases, previstas entre os art. 68 e 84 da IN CVM 409⁷⁴: informações periódicas; informações eventuais; informações de vendas e distribuição; e demonstrações contábeis e dos relatórios de auditoria.

As informações periódicas se referem à obrigação do administrador em divulgar informações sobre o fundo para os cotistas e para a CVM, de forma regular, mantendo-os atualizados sobre o funcionamento do fundo e seu patrimônio. Ilustrativamente, cita-se a divulgação diária do valor da cota e do patrimônio líquido do fundo aberto e a do envio mensal de extratos de conta aos cotistas.

As informações eventuais referem-se à obrigação de o administrador divulgar, imediatamente, a todos os cotistas e ao mercado (através de publicação no sistema online da CVM) qualquer ato ou fato relevante que possa influir consideravelmente no valor das cotas ou na decisão dos investidores em adquiri-las,

⁷¹ Conforme art. 58 da IN CVM 409, com correspondência no art. 78 da IN CVM 555.

⁷² Do latim, *fiducia*, sinônimo de “confiança” e “segurança”, de acordo com o Dicionário Michaelis de Português.

⁷³ Nesse sentido, destaca-se o art. 65-A da IN CVM 409, com correspondência no art. 92 da IN CVM 555.

⁷⁴ Com correspondência nos arts. 56 a 65 da IN CVM 555.

aliená-las ou mantê-las, sendo que a não publicação de fato relevante pelo administrador nos termos da IN CVM 409 caracteriza infração grave⁷⁵.

Com relação a tais informações, observa-se, ainda, que é dever do administrador divulgá-las da forma mais precisa e clara quanto possível, sem a possibilidade de induzir o investidor a erro⁷⁶.

Ainda com relação à prestação de serviços que desempenham⁷⁷, os administradores têm o dever de prestar contas, convocar e dar efeito às decisões dos cotistas tomadas em assembleias gerais, observando sempre as normas do regulamento do fundo, às quais estão sujeitos. Nesse sentido, os arts. 65 e 65-A da IN CVM 409⁷⁸ estabelecem, expressamente, determinadas obrigações do administrador de fundos de investimento, entre normas de conduta e obrigações específicas, a saber⁷⁹:

Art. 65. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução:

I – diligenciar para que sejam mantidos, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem: a) o registro de cotistas; b) o livro de atas das assembleias gerais; c) o livro ou lista de presença de cotistas; d) os pareceres do auditor independente; e) os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo; e f) a documentação relativa às operações do fundo, pelo prazo de cinco anos; II – no caso de instauração de procedimento administrativo pela CVM, manter a documentação referida no inciso anterior até o término do mesmo; III – solicitar, se for o caso, a admissão à negociação das cotas de fundo fechado em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado; IV – pagar a multa cominatória, nos termos da legislação vigente, por cada dia de atraso no cumprimento dos prazos previstos nesta Instrução; VI – elaborar e divulgar as informações previstas no Capítulo VII desta Instrução; VII – manter atualizada junto à CVM a lista de prestadores de serviços contratados pelo fundo, bem como as demais informações

⁷⁵ De acordo com o art. 117, inciso VI, da IN CVM 409, com correspondência no art. 141, VI, da IN CVM 555.

⁷⁶ Conforme se verifica entre os art. 38-A a 38-H, da IN CVM 409, com correspondência no art. 40 da IN CVM 555.

⁷⁷ Observado que, aos administradores de fundos de investimento, é facultado contratar perante terceiros os seguintes serviços, conforme art. 56, §1º, da IN CVM 409, com correspondência no art. 78, §2º, da IN CVM 555: gestão da carteira do fundo; consultoria de investimentos; atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros; distribuição de cotas; escrituração da emissão e resgate de cotas; custódia de ativos financeiros; e classificação de risco por agência especializada constituída no Brasil.

⁷⁸ Com correspondência nos arts. 90 e 92, respectivamente, da IN CVM 555.

⁷⁹ O Código de Regulação e Melhores Práticas para Fundos de Investimento da ANBIMA estabelece também determinadas obrigações a serem seguidas pelos administradores e gestores de fundos de investimento, notadamente em seu art. 6º.

cadastrais; X – custear as despesas com elaboração e distribuição do material de divulgação do fundo, inclusive do prospecto e da lâmina; XII – manter serviço de atendimento ao cotista, responsável pelo esclarecimento de dúvidas e pelo recebimento de reclamações, conforme definido no regulamento ou prospecto do fundo; XIII – observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto; XIV – cumprir as deliberações da assembleia geral; e XV – fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo.

Art. 65 – A. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão; II – exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo, ressalvado o que dispuser o regulamento sobre a política relativa ao exercício de direito de voto do fundo; e III – empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, e adotando as medidas judiciais cabíveis.

Adicionalmente, a norma estabelece, ainda, determinados atos expressamente vedados ao administrador dos fundos de investimento quando agindo em nome destes, os quais se encontram elencados no art. 64 da IN CVM 409⁸⁰⁻⁸¹. Sallanta, Mario Tavernard, que “essas vedações consubstanciam a autonomia patrimonial e a natureza de gestão de recursos de terceiros”⁸².

3.2 Responsabilidades dos Administradores de Fundos de Investimento

Paralelamente às obrigações às quais estão sujeitos no âmbito da consecução de suas atividades de administração e gestão, os administradores dos fundos de investimento assumem responsabilidades por seus atos, notadamente no

⁸⁰ Notadamente: receber depósito em conta corrente; contrair ou efetuar empréstimos, salvo em modalidade autorizada pela CVM; prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma; vender cotas à prestação, sem prejuízo da integralização a prazo de cotas subscritas; prometer rendimento predeterminado aos cotistas; realizar operações com ações fora de bolsa de valores ou de mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela CVM, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações, exercício de bônus de subscrição e nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização; utilizar recursos do fundo para pagamento de seguro contra perdas financeiras de cotistas; e praticar qualquer ato de liberalidade.

⁸¹ Com correspondência no art. 89 da IN CVM 555.

⁸² CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. p. 130. São Paulo, Quartier Latin: 2012.

que diz respeito ao descumprimento dessas obrigações. Nesse sentido, observa-se que as referidas responsabilidades dos administradores de fundos de investimento podem assumir natureza civil, penal ou administrativa.

3.2.1 Responsabilidade Civil

Com relação à responsabilidade civil do administrador dos fundos de investimento, observa-se que esta pode ter natureza contratual (seja por advir de descumprimento de disposição do regulamento do fundo ou de obrigação estipulada em contrato celebrado pelo administrador, agindo em nome do fundo) ou extracontratual, quando disposta em lei⁸³.

Em termos gerais, observa-se que o fato gerador da responsabilidade civil é a prática de *ato ilícito*, o qual se configura pela violação de uma obrigação jurídica preexistente. A responsabilidade civil extracontratual, subjetiva, é, portanto, gerada pela existência conjunta de três elementos: a prática de ato ilícito; a ocorrência de dano; e a presença de nexo causal entre eles. Uma vez verificada a ocorrência desses três elementos, será devida, então, a *reparação* do dano, pelo agente, ao sofridor do dano⁸⁴.

Conforme exposto anteriormente, inclusive neste Capítulo, os administradores de fundos de investimentos, durante a realização de suas atividades, como representantes e prestadores de serviços do fundo, assumem diversas dessas obrigações jurídicas, as quais, uma vez descumpridas, podem gerar danos, seja a um cotista considerado individualmente, à totalidade dos cotistas ou, ainda, ao mercado (danos difusos), configurando-se, nesses casos, a obrigação de indenizar.

Em linha com a responsabilidade subjetiva dos administradores de fundos de investimento, o IN CVM 409 estabelece, em seu artigo 57, parágrafo terceiro⁸⁵:

⁸³ Nesse sentido, destaca-se: “*Se a transgressão se refere a um dever gerado em negócio jurídico, há um ilícito negocial comumente chamado de ilícito contratual, por isso que mais frequentemente os deveres jurídicos têm como fonte os contratos. Se a transgressão pertine a um dever jurídico imposto por lei, o ilícito é extracontratual, por isso que gerado fora dos contratos, mais precisamente fora dos negócios jurídicos.*” (CAVALIERI FILHO, Sergio. Programa de Responsabilidade Civil. 9ª ed. p. 15. São Paulo: Atlas, 2010).

⁸⁴ Aduz o art. 927 do Código Civil que: “*aquele que, por ato ilícito (arts. 186 e 187), causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo*”.

⁸⁵ Com correspondência no art. 79, §3º, da IN CVM 555.

Independente da responsabilidade solidária a que se refere o §2º, o administrador responde por prejuízos decorrentes de atos e omissões próprios a que der causa, sempre que agir de forma contrária à lei, ao regulamento e aos atos normativos expedidos pela CVM.

Ainda nessa linha, observa-se entendimento doutrinário majoritário, com respectivo respaldo no ordenamento jurídico vigente, no sentido de que a responsabilidade civil do administrador de fundos de investimento tem natureza subjetiva, e que se não há de falar em natureza objetiva. Destaca-se:

O ordenamento jurídico em vigor, em momento nenhum, faz referencia à responsabilidade objetiva de administradores de fundos de investimento. Há, em verdade, criteriosas regras de conduta que devem balizar a conduta dos administradores. As obrigações destes, em consonância com o sistema no qual estão inseridos, são de meio, e não de fim.⁸⁶;

e ainda:

A obrigação contratada com o administrador é unicamente de meio, pelo que se compromete a envidar os melhores esforços, conhecimentos e experiência adquirida, na busca dos melhores resultados para o fundo, sem, contudo (o que lhe é inclusive vedado), obrigar-se a necessariamente alcançar determinado resultado.⁸⁷

Com efeito, entende-se que não poderia de outro modo ser diferente, uma vez que, conforme exposto anteriormente, o risco que envolve os fundos de investimento é característica intrínseca a esse segmento econômico, porquanto, a ocorrência de perdas e, conseqüentemente, de danos, nesse âmbito, são em regra previsíveis, quando não se admitirem prováveis. Nesse sentido, pressupõe-se que o cotista esteja ciente de tais riscos⁸⁸, inerentes aos fundos de investimento, podendo, inclusive, optar por aquele fundo que mais se compatibilize com o grau de riscos a que esteja disposto tomar. Em consonância com essa vertente, destaca Eduardo Montenegro Dotta:

Cumprindo o dever de transparência, o administrador do fundo revela ao mercado quais as aplicações nos mercados financeiros, de capitais e de futuros que comporão a carteira criada, de forma a

⁸⁶ CARVALHO, Mário Tavernard de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. p. 135. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

⁸⁷ DOTTA, Eduardo Montenegro. In: Revista da SJRJ, Rio de Janeiro, n. 25, p. 461, 2009. Disponível em: http://www4.jfrj.jus.br/seer/index.php/revista_sjrj/article/viewFile/23/22. Acessado em 2 de maio de 2015.

⁸⁸ Conforme exposto anteriormente, o cotista, ao subscrever cotas de fundos de investimento, deve atestar o recebimento do prospecto do fundo, o qual estabelece minuciosamente os fatores de risco aos quais o fundo se sujeita, bem como deve atestar expressamente sua ciência quanto à política de investimentos do fundo e dos riscos envolvidos neste.

permitir a conhecimento da classificação do fundo em questão, transparecendo aos investidores o grau do risco a ser experimentado, caso estes optem pela integralização de cotas daquele fundo. Não chega, contudo, a regulamentação a dispor a responsabilidade objetiva destes. Inversamente, impõe normas de conduta cuja desobediência poderá implicar em responsabilização, do que se abstrai - dada a presença indispensável do elemento culpa - evidente incidência da responsabilidade subjetiva.⁸⁹

Assim, não parece judicioso que os administradores, ainda que sem descumprir nenhuma de suas obrigações contratuais ou legais, respondam objetivamente por perdas que são inerentes ao grau de risco daquele fundo no qual o cotista optou, a seu livre arbítrio, por entrar. Respondem, nessa linha, somente ao agir com *culpa* ou *dolo*, configurando-se, portanto, a responsabilidade subjetiva.

3.2.2 Responsabilidade Penal

Significativamente mais gravosa e onerosa do que a responsabilidade civil, a responsabilização penal tem aplicação somente nos casos em que se verifique a ocorrência de dano decorrente da prática de crime ou delito, conforme definidos à luz do Código Penal, inexistindo-se responsabilidade penal *objetiva*. Nesse contexto, aplica-se a máxima *nullum crimen nulla poena sine culpa*. Tal prática, todavia, pode ser admitida nas modalidades dolosa ou culposa, observado que a conduta do agente, para gerar responsabilidade penal, poderá ser ativa, omissiva ou mista.

Em regra geral, sabe-se que o Direito Penal tem como princípio fundamental o da *intervenção mínima*, sendo que a responsabilidade penal somente deverá ser aplicada subsidiariamente nas hipóteses em que se não seja possível a aplicação de outros ramos do direito para proteger, de forma devida, os bens mais importantes e necessários à vida em sociedade. É considerada, portanto, como a *ultima ratio legis*. Nessa linha, preleciona André Copetti:

Sendo o direito penal o mais violento instrumento normativo de regulação social, particularmente por atingir, pelas penas privativas de liberdade, o direito de ir e vir dos cidadãos, deve ser ele minimamente utilizado. Numa perspectiva político-jurídica, deve-se dar preferência a todos os modos extrapenais de solução de

⁸⁹ DOTTA, Eduardo Montenegro. A Responsabilidade dos Administradores de Fundos de Investimento no Novo Código Civil. p. 115. São Paulo: Textonovo, 2005.

conflitos. A repressão penal deve ser o último instrumento utilizado, quando já não houver mais alternativas disponíveis⁹⁰.

No que se refere aos administradores de fundos de investimento, a responsabilização penal tem aplicação nas hipóteses decorrentes de descumprimento de obrigações legais que impliquem infração grave. Com efeito, esse tipo de conduta transgressora pelos administradores, pode, muitas vezes, provocar lesões significativas à totalidade dos cotistas do fundo, ao mercado como um todo, ou até mesmo à economia do País, ao atingir variáveis macrossistêmicas como a inflação, as taxas de câmbio ou as taxas de juros praticadas. A Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que instituiu a CVM, prevê três dessas infrações no ordenamento jurídico brasileiro, quais sejam: a manipulação de mercado⁹¹; o uso indevido de informação relevante ainda não divulgada ao mercado (informação privilegiada)⁹²; e a atuação no mercado de capitais ou exercício de cargo, profissão, atividade ou função, sem a devida autorização ou o devido registro junto à autoridade administrativa competente⁹³.

Outros exemplos de condutas típicas que podem ensejar responsabilização penal dos administradores de fundos de investimento são trazidos pela Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, notadamente: emitir, oferecer ou negociar (no qual se abarca a atividade de distribuição de cotas) valores mobiliários (i) falsos, (ii) sem registro prévio de emissão junto à autoridade competente, (iii) em condições divergentes das inicialmente registradas ou (iv) sem autorização prévia da autoridade competente, quando legalmente exigida.

Em quaisquer desses casos, no entanto, ressalta-se que a responsabilidade penal no âmbito dos mercados financeiro e de capitais verifica-se com relação às pessoas físicas, representantes dos administradores de fundos de investimento, e não com relação à própria entidade administradora (pessoa jurídica) dos fundos. Entende-se que de outra maneira não poderia ser diferente, haja vista o reforçado caráter pessoal da responsabilidade penal, adicionado à subjetividade que lhe é inerente. Desse modo, judicioso não seria imputar sanção penal, excessivamente gravosa, a determinado agente que não tenha dado causa, voluntariamente, ao

⁹⁰ COPETTI, André. Direito Penal e Estado Democrático de Direito, p. 87. In: GRECO, Rogério. Curso de Direito Penal, Parte Geral. p. 51, 11^a ed. Niterói: Impetus, 2009.

⁹¹ Prevista no art. 27-C, da Lei nº 6.385/76.

⁹² De acordo com art. 27-D, da Lei nº 6.385/76.

⁹³ Conforme art. 27-E, da Lei nº 6.385/76.

respectivo resultado danoso. Nessa mesma linha, colocou-se o então Ministro do Supremo Tribunal Federal, Cezar Peluso:

A responsabilidade pessoal postulada por nosso sistema jurídico penal significa que só se caracteriza essa forma agravada de responsabilidade diante da existência de determinado fato imputável a uma pessoa física, a título de dolo ou culpa. Ou seja, tal responsabilidade pressupõe nexos psíquico que ligue o fato ao seu autor⁹⁴.

3.2.3 Responsabilidade Administrativa

Assim como a responsabilidade penal, a responsabilidade administrativa somente se admite em sua forma subjetiva, mediante a verificação de culpa ou dolo em relação à conduta praticada pelo agente transgressor. Assim, pode, portanto, ser verificada nas modalidades dolosa ou culposa, por imperícia, negligência ou imprudência por parte do autor da referida conduta.

Guarda, ainda, em relação à responsabilidade penal, correspondência quanto ao caráter pessoal, intrínseco à responsabilidade administrativa, tendo em vista que esta só pode ser decorrente de atos ou omissões próprios do agente infrator, afastando-se a possibilidade de solidariedade objetiva⁹⁵.

Nessa linha, ainda nos casos de delegação de funções a terceiros, previstas na própria IN CVM 409⁹⁶, entende-se que não haverá responsabilidade solidária em sede administrativa. Com efeito, o art. 57, §2º, da IN CVM 409⁹⁷ estabelece que em determinadas hipóteses de delegação de funções pelos administradores de fundos de investimento o administrador deverá manter-se solidariamente obrigado com o terceiro contratado, por disposição contratual. Trata-se, pois, claramente, de solidariedade contratual, motivo pelo qual o administrador responderia *civilmente* em

⁹⁴ HC nº 83.301/RS, Rel. Min. Cezar Peluso.

⁹⁵ Com efeito, destaca-se entendimento da CVM nesse sentido: “o administrador, que é civilmente responsável, pode transferir a outrem parte de suas funções, mas deve conservar sua responsabilidade integral. Isto nada tem a ver com responsabilidade administrativa, e muito menos com responsabilidade administrativa solidária, que não existe, nem pode existir”. (PAS CVM N. RJ 2005-9245. Rel. Pres. Marcelo Fernandez Trindade).

⁹⁶ São passíveis de delegação a terceiro habilitado e autorizado pela CVM, as seguintes atividades do administrador: gestão da carteira de ativos do fundo, consultoria de investimentos, tesouraria, controle e processamento dos ativos financeiros, distribuição de cotas, escrituração de emissão ou resgate de cotas, custódia de ativos e classificação de risco por agência especializada.

⁹⁷ Com correspondência no art. 79, §2º, da IN CVM 555.

caso da prática de ato ilícito em tal contexto – de forma solidária com o terceiro delegado –, e não na esfera administrativa.

Entretanto, por outro lado, ao contrário da responsabilidade penal, exposta anteriormente, a responsabilidade administrativa pode ser reconhecida de maneira cumulativa em relação à entidade administradora de fundos de investimento e a seus diretores responsáveis, admitindo-se que o sujeito ativo do ilícito administrativo possa ser uma pessoa física ou jurídica.

Com efeito, sabe-se que as sanções administrativas assumem natureza menos gravosa ao agente coator se comparadas às sanções penais, limitando-se, geralmente, a penas pecuniárias ou perdas de cargo ou função. Não há, em sede de sanção administrativa, penas privativas do direito de liberdade ao condenado, como ocorre na esfera penal. Além disso, no âmbito de ilícitos administrativos ocorridos nos mercados de capitais e financeiro, como os que envolvem os administradores de fundos de investimento, muitas vezes não se é possível especificar e individualizar a conduta que gerou determinado dano. São, portanto, admitidas falhas institucionais, incorridas em cadeia, por meio de uma série de atos, positivos ou negativos, de colaboradores diferentes, com diferentes cargos e posições, incluindo tanto aqueles que têm função operacional (responsabilidade direta) quanto os de função gerencial (responsabilidade indireta). Nessas hipóteses, verifica-se a possibilidade de responsabilização da entidade administradora dos fundos de investimento, na forma de sua pessoa jurídica.

Por outro lado, é também possível a condenação, em sede de ilícitos administrativos, das pessoas físicas responsáveis pela sociedade administradora de fundos de investimento por evento danoso que gere a necessidade de reparação.

Sabe-se que o administrador de fundos de investimento, num primeiro momento, antes mesmo de dar início a suas atividades, ao requerer autorização à CVM para realizá-las, é obrigado a indicar pessoa física (por sua vez devidamente autorizada a desempenhar a atividade de administração de carteiras) responsável pela instituição. Uma vez verificado o descumprimento de alguma obrigação do administrador que gere danos, essa pessoa física será responsável pela reparação do dano de maneira solidária com a entidade.

Entende-se, nessa linha, ser possível que tal pessoa física indicada pelo administrador venha a incorrer em culpa *in vigilando*, a qual se caracteriza pela conduta omissiva da falta de supervisão dos atos cometidos pelos terceiros delegados, e que se não equipara à responsabilidade objetiva. Isso porque a culpa *in vigilando* decorre, efetivamente, da própria conduta culposa do agente, sendo necessária, para configurá-la, a verificação de, no mínimo, negligência por parte desta pessoa física.

4 NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

4.1 Aspectos Gerais

A definição de fundo de investimento no ordenamento jurídico brasileiro opta por considerar a ausência de sua personalidade jurídica⁹⁸. Com efeito, no direito brasileiro, os fundos de investimento não têm capacidade contratual ou processual própria, devendo ser representados em todos os atos civis e processuais por seus administradores, conforme já exposto anteriormente.

As discussões acerca da definição da natureza jurídica dos fundos de investimento, no entanto, vão além dessas características, e são importantes para esclarecer diversas matérias correlacionadas, como o tratamento dado às obrigações e aos direitos dos administradores e demais prestadores de serviço do fundo, conforme tratado anteriormente, e aos deveres e direitos contraídos durante os regulares funcionamento e manutenção dos fundos de investimento.

Em outros ramos do ordenamento jurídico brasileiro, a ausência de personalidade jurídica não implica que determinada organização obrigatoriamente não possa ser caracterizada como sociedade. Ilustrativamente, cita-se as sociedades em conta de participação⁹⁹, reguladas como entidades não personificadas pelo Código Civil, mas ainda assim caracterizadas como sociedades. A esse tipo societário também é assegurada a separação patrimonial, sendo o patrimônio referente às sociedades em conta de participação considerado de maneira distinta dos demais bens que compõem o patrimônio de seus sócios, verificando-se, portanto, a responsabilidade patrimonial dessas sociedades¹⁰⁰.

As discussões acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento têm impactos, ainda, na relação de propriedade que existe entre o fundo e os ativos que compõem sua carteira de investimentos. Segundo Ricardo de Santos Freitas, o patrimônio, objeto da propriedade, sempre pertence a um sujeito, não sendo

⁹⁸ Conforme art. 2º da IN CVM 409, que assim define fundo de investimento: “*uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros*”.

⁹⁹ Reguladas pelos arts. 991 a 996 do Código Civil.

¹⁰⁰ Ainda que tal responsabilidade patrimonial verifique-se somente em relação aos próprios sócios da sociedade em conta de participação, entre si.

possível existir patrimônio sem dono, *res nullius*. A propriedade, nesse caso, se refere aos direitos de uso, gozo e disposição do bem¹⁰¹.

No ordenamento jurídico brasileiro, o direito de propriedade está intimamente ligado aos direitos de domínio da coisa, admitindo-se que o sujeito que exerce todos os direitos dominiais (uso, gozo e disposição) sobre determinado bem é necessariamente o seu proprietário, assim como acontece nos casos dos demais ordenamentos de origem romano-germânica. Já nos ordenamentos jurídicos de origem anglo-saxã, é comum a figura do *trustee*, por exemplo, que possui direitos de uso e de disposição, mas não o direito de gozo, haja vista que o desmembramento da propriedade e do direito de disposição (assim como de quaisquer dos demais direitos dominiais) é aceito. Nos ordenamentos jurídicos baseados na *civil law* (de origem romano-germânicos), diz-se que essa hipótese configura a da dupla propriedade, a qual não é admitida. Com efeito, no ordenamento jurídico brasileiro, a propriedade é considerada unitária, não se admitindo seu desmembramento em relação ao direito de disposição na forma exposta.

Nesse sentido é que, para se entender a relação de propriedade exercida pelo fundo de investimento sobre seus ativos, é também necessário analisar a natureza jurídica dos fundos, de modo a esclarecer se o fundo pode ou não ser sujeito ativo do direito de propriedade. No direito brasileiro, a definição da natureza jurídica dos fundos de investimento é complexa, não se podendo depreendê-la puramente da lei ou de regulamentação emanada da CVM.

Segundo entendimento doutrinário majoritário, é possível dividir as teorias acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento em quatro vertentes principais, quais sejam: teoria condominial; teoria da comunidade de bens não condominial; teoria da propriedade em mão comum; teoria da propriedade fiduciária e teoria societária.

¹⁰¹ FREITAS, Ricardo de Santos. A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. p. 141. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

4.1.1 Teoria Condominial

No ordenamento jurídico brasileiro, não há definição clara para o termo condomínio, mas são observadas menções a esse termo em diferentes capítulos do Código Civil, referindo-se ora ao condomínio geral e ora ao condomínio edilício.

No âmbito dos fundos de investimento, essa teoria defende que os cotistas seriam coproprietários do fundo, como os vários titulares de um condomínio.

A copropriedade, no Direito Civil, tem natureza de direito real e representa, como o próprio termo indica, a comunhão de uma propriedade. Não há, nesse sentido, copropriedade de direitos ou interesses. No caso dos condomínios, os bens comuns (bens sociais) são de titularidade dos próprios sócios, proporcionalmente às suas respectivas participações. Não se verifica, nesse caso, autonomia da instituição condomínio em relação à questão patrimonial que lhe envolve.

Com efeito, segundo a tese da teoria condominial, os investidores, ao subscreverem cotas do fundo, tornam-se coproprietários dos bens que representam os ativos do fundo.

Tal teoria encontra superficial embasamento em diversos ordenamentos jurídicos ao redor do mundo, como o português e o italiano, mas notadamente no ordenamento suíço¹⁰², primeiro a reconhecer a instituição dos fundos de investimento no mundo. Em cada um desses ordenamentos, encontram-se menções ao termo condomínio no que se refere à natureza dos fundos de investimento. Nessa linha, segundo Ricardo de Freitas Santos¹⁰³, é provável que o surgimento dessa teoria tenha se dado por força da terminologia utilizada desde o surgimento dos fundos no ordenamento jurídico suíço, encontrando resguardo na regulamentação da CVM no ordenamento jurídico brasileiro, conforme exposto

¹⁰² Nesse sentido, ressalta Ricardo de Santos Freitas: “*Jaeger sugere que os textos legais de diversos países atribuem qualificação de co-propriedade à figura do fundo de investimento por uma mesma razão histórica que seria o surgimento na Suíça do primeiro fundo contratual, no início dos anos 30, cujo regulamento especificava que os certificados de participação atribuíam ao titular ‘diritti su di un fondo in proprietá commune’*, e aponta para confirmação, entre outras circunstâncias, o fato de que na Alemanha a forma de co-propriedade alternativa à fiduciária é referida pela práxis como ‘*solução suíça*.’” (JAEGER, P. G. Prospettive e problemi giuridici dei fondi comuni d’investimento mobiliare. In: FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. p.164. São Paulo, Quartier Latin: 2006.

¹⁰³ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo, Quartier Latin: 2006.

anteriormente, em seu art. segundo, que cita expressamente que o fundo de investimento é constituído sob a forma condominial.

Entretanto, é importante perceber que a teoria condominial não considera que a aceção de condomínio implica necessariamente a verificação dos direitos de uso, gozo e disposição, cumulativamente, pelos condôminos, o que não encontra respaldo nos fundos de investimento brasileiros com relação aos cotistas. Com efeito, os cotistas de fundo de investimento têm, apenas, direito à parte ideal da fração patrimonial a que corresponde sua cota, em valor pecuniário (moeda). Não possuem, portanto, o direito de uso ou de gozo sobre o patrimônio do fundo. No caso de resgate, os cotistas têm direito a receber o pagamento da quantia correspondente ao valor de suas cotas, não tendo o direito de alienar parte patrimônio do fundo ou revertê-lo a seu favor, em qualquer caso. Não é possível a divisão dos bens comuns do fundo – ativos que compõem a carteira de investimento – entre seus cotistas. Tampouco têm direito, os cotistas, a usar ou dispor do patrimônio comum do fundo.

Ilustrativamente, no caso de um fundo de investimento que possua um edifício comercial em sua carteira de ativos, os cotistas desse fundo não poderiam usar uma sala comercial desse edifício para atender a seus clientes pessoais. Tampouco poderia dispor de uma loja para explorar sua própria atividade comercial no caso de um fundo que tenha como ativo um shopping center. No que se refere aos fundos de investimento em participação, por sua vez, o cotista não é sócio das sociedades investidas, não tendo poder de decisão sobre essas, a não ser através da estrutura do fundo, em que as decisões serão tomadas por meio de assembleia de cotistas.

Com efeito, acerca dos direitos inerentes ao condômino, o art. 1314 do Código Civil dispõe que cada condômino pode usar da coisa conforme sua destinação, exercer sobre ela todos os direitos compatíveis com a divisão, reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse e alienar a respectiva parte ideal, ou gravá-la.

Em sentido oposto, os cotistas de fundos de investimento brasileiros não possuem livre disposição de sua parte ideal do fundo. Também não se verifica a possibilidade de um cotista contrair dívidas em nome do fundo, a qual obrigaria os demais cotistas, diferenciando-se do tratamento de condômino disposto pelo Código

Civil. Ao contrário do condomínio que é instituto de Direito Civil, o fundo de investimento tem características puramente mercantis. Conforme exposto anteriormente, no ordenamento jurídico brasileiro, todos os atos do fundo são praticados mediante representação por seu administrador (ou por terceiro devidamente delegado, como o gestor).

Sendo assim, apesar da terminologia usada pela própria CVM¹⁰⁴, observa-se que a teoria condominial atualmente se verifica ultrapassada, uma vez que, conforme exposto acima, a figura do cotista não encontra respaldo na figura do condômino disposta pelo Código Civil atual, e o fundo de investimento, por sua vez, em muito se distancia da figura de condomínio geral estabelecida no ordenamento jurídico brasileiro.

4.1.2 Teoria da Comunidade de Bens Não Condominial

Em sentido oposto à teoria condominial sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento, a teoria da comunidade de bens não condominial defende que os fundos teriam natureza de comunhão, sem, contudo, conter a especificidade de ser classificados como condomínios ou copropriedades (nesse caso, considerados sinônimos).

Com efeito, verifica-se que no ordenamento jurídico brasileiro, com correspondência em outros de origem romano-germânica, a comunhão é considerada um gênero do qual o condomínio é espécie. Nesse sentido, preleciona o civilista Carlos Roberto Gonçalves:

O vocábulo comunhão é mais abrangente do que condomínio, embora os termos sejam usados muitas vezes como sinônimos. Com efeito, compreende a comunhão, além da propriedade em comum, todas as relações jurídicas em que apareça uma pluralidade subjetiva. De acordo com a abalizada lição de Carlos Maximiliano, comunhão, no sentido próprio, técnico, estrito, ocorre toda vez que pertencente uma coisa simultaneamente a duas ou mais pessoas em virtude de um direito real. Há comunhão de propriedade, servidão,

¹⁰⁴ Art. 2º da IN CVM 409.

usufruto, uso e habitação. Denomina-se condomínio em geral a comunhão de propriedade¹⁰⁵.

Enquanto a comunhão pode ser de bens ou de direitos, o condomínio somente se verifica quanto ao conjunto de bens, não se admitindo a eventual existência de um condomínio unicamente de direitos.

Dessa forma, é possível se falar em comunidade que não seja condominial, conceituação em que se enquadrariam os fundos de investimento. Segundo a teoria da comunidade de bens não condominial, os fundos de investimento seriam espécie de comunhão de direitos, *universitas iuris*, a qual prevalece no ordenamento jurídico português.

Com efeito, o Código Civil português define a copropriedade como a titularidade simultânea de direito de propriedade sobre determinada coisa por duas ou mais pessoas¹⁰⁶.

Contudo, no ordenamento jurídico brasileiro, tal teoria não encontra qualquer respaldo, uma vez que, ao se cogitar do caráter condominial da natureza jurídica dos fundos de investimento, faz-se no sentido de se referir a um condomínio atípico, *sui generis*, conforme exposto anteriormente. Não se cogita, portanto, que os fundos de investimento se configurem em uma comunhão não condominial, conforme se encontra respaldado no direito português.

4.1.3 Teoria da Propriedade em Mão Comum

O instituto da propriedade em mão comum, de origem germânica, refere-se essencialmente à comunidade em seu sentido de totalidade, em que o interesse comum da coletividade se sobrepõe em absoluto ao interesse de cada indivíduo.

Possui, como característica intrínseca, a indivisibilidade do patrimônio em conjunto, bem como a proteção desse patrimônio em relação às dívidas contraídas por cada um dos proprietários junto a terceiros credores. Tais características fazem

¹⁰⁵ GONÇALVES, Carlos Roberto. Direito Civil Brasileiro, Volume V: Direito das Coisas. In: CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. p. 189. Belo Horizonte: Quartier Latin, 2012.

¹⁰⁶ Notadamente os artigos 1.403 e 1.404 do Código Civil.

com que esse instituto se assemelhe, à primeira vista, aos fundos de investimento brasileiros.

Contudo, é preciso observar que a propriedade em mão comum não admite, em qualquer caso, a segregação do patrimônio. Não guarda, portanto, relação com a possibilidade (e característica inerente) de divisão das cotas que se verifica nos fundos de investimento, em que cada cotista é titular de uma fração ideal do patrimônio do fundo, conforme exposto anteriormente, em equivalência monetária. Na propriedade em mão comum, a indivisibilidade de seu patrimônio é característica tão basilar que a repartição de cotas seria impossível. Nesse sentido, preleciona Ricardo de Santos Freitas:

A construção conceitual de comunhão do Direito Romano – *communio iuris romani* – diverge essencialmente daquela do Direito Germânico – *communio iuris germanici*. A doutrina clássica conceitua a primeira como uma comunhão pro diviso, isto é, que prioriza o indivíduo em detrimento da comunidade ao passo que a segunda é conceituada como uma comunhão pro indiviso por inverter a relação de valores, priorizando a comunidade, mais do que o indivíduo. Na concepção ontológica germânica elimina-se a noção de fração ideal e se atribui o direito de uso e gozo à comunidade em si mesma considerada e não ao indivíduo^{107_108}.

Com efeito, de acordo com a legislação e regulamentação brasileiras, as próprias cotas dos fundos de investimento podem ser penhoradas ou liquidadas para pagamento de créditos perante terceiros credores, uma vez configurada sua qualidade de bem divisível de titularidade do respectivo cotista.

Nesse sentido, essa teoria também não encontra correta correspondência na acepção de fundos de investimento no ordenamento jurídico brasileiro.

4.1.4 Teoria da Propriedade Fiduciária

Conforme exposto anteriormente, no ordenamento jurídico brasileiro, os administradores são os responsáveis por todos os atos do fundo, por meio de

¹⁰⁷ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. p. 187. São Paulo, Quartier Latin: 2006.

¹⁰⁸ No mesmo sentido, sobre a indivisibilidade do patrimônio da propriedade em mão comum, Maria João Vaz Tomé preleciona: “a situação dos investidores nos fundos, se por um lado se aproxima no aspecto da indivisibilidade do patrimônio, daquela situação em que se encontram os consortes de mão comum, é igualmente certo que se distingue dela”. (VAZ TOMÉ, Maria. *In*: FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. p. 189. São Paulo, Quartier Latin: 2006).

representação. Nesse diapasão, segundo a teoria da propriedade fiduciária, os cotistas do fundo e o administrador teriam entre si uma relação de mandato, em que aos cotistas não caberia nenhum direito real com relação ao fundo. Ao administrador, por sua vez, caberia a propriedade fiduciária do fundo.

Para se chegar a essa conclusão, leva-se em consideração o fato de o administrador estar investido em todas as qualidades inerentes ao direito de domínio, com relação ao fundo, enquanto os cotistas seriam titulares de obrigações, apenas, e do direito de receber lucros e o valor pecuniário correspondente à sua participação em cotas, em moeda corrente nacional, acrescentado da obrigação do administrador em reparar danos causados por meio excesso ou abuso dos poderes a este conferidos.

Observa-se, entretanto, que o administrador transmite apenas o valor pecuniário da cota aos investidores, no caso de resgate, e não sua parte ideal no patrimônio do fundo.

Essa teoria, portanto, seguindo os conceitos já expostos anteriormente, não faz sentido nos ordenamentos jurídicos baseados na *civil law*, como o brasileiro, por não se admitir o duplo grau da propriedade.

4.1.5 Teoria Societária

Conforme exposto anteriormente, a natureza jurídica dos fundos de investimento, em última análise, não segue a teoria condominial, a teoria da comunidade de bens não condominial, a teoria da propriedade em mão comum ou tampouco a teoria da propriedade fiduciária. Defende-se, nesse caso, seu correto embasamento na teoria societária.

No ordenamento jurídico brasileiro, a natureza de sociedade é obtida pela verificação cumulativa de três requisitos considerados fundamentais, conforme se depreende da leitura do art. 981 do Código Civil, *in verbis*:

Art. 981. Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens próprios ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados econômicos.

Os três requisitos essenciais mencionados acima para que se configure uma sociedade são, portanto, (i) a contribuição em bens próprios ou serviços, (ii) a realização de atividade econômica e (iii) a partilha dos resultados econômicos entre seus titulares. Com efeito, ao se analisar o mecanismo dos fundos de investimento, nota-se o preenchimento dos três requisitos, como se verá de forma individualizada a seguir, motivo pelo qual toma força a presente teoria societária.

Com relação à contribuição em bens próprios ou serviços, tal obrigação, com relação aos fundos de investimento, se consubstancia na subscrição e integralização de cotas pelo investidor, a qual, em regra, deve se dar em dinheiro, sendo possível, também, a integralização em bens, a serem revertidos ao patrimônio do fundo. Ilustrativamente, a segunda forma de integralização é comum nos fundos familiares, ou fundos exclusivos, em que determinado bem de titularidade do cotista é revertido ao patrimônio do fundo, mediante a conferência de cotas ao investidor na proporção do valor do bem, avaliado em laudo de avaliação próprio, conforme já tratado anteriormente¹⁰⁹.

Com efeito, a própria integralização de cotas, mediante pagamento do valor correspondente em moeda ou conferência de bens ao patrimônio líquido do fundo pelo cotista, por si própria, induz a existência da *affectio societatis*, por meio da verificação de associação (entre os cotistas) com o objetivo comum de aumentar rentabilidade e diminuir os riscos do investimento, consubstanciada pelos cotistas no fundo.

O segundo requisito é o da realização de atividade econômica, que, por sua vez, também é exercida pelos fundos de investimento. Esta característica, na realidade, se revela como intrínseca à própria figura dos fundos de investimento. Como se sabe, os fundos de investimento têm como objetivo potencializar os rendimentos individuais e diminuir possíveis riscos e perdas com relação aos respectivos cotistas que investem no fundo, através de investimentos diversos conduzidos por um gestor profissional. Desenvolve, portanto, atividade estritamente econômica, com o objetivo principal de gerar ganhos econômicos, ou seja, aumento de patrimônio. Correspondência encontra-se no caso das sociedades, que

¹⁰⁹ Conforme parágrafo único do art. 14 da IN CVM 409, com correspondência no art.27 da IN CVM 555, v.g.: “A integralização do valor das cotas do fundo deve ser realizada em moeda corrente nacional, ressalvada a hipótese do inciso I do art. 110”.

desenvolvem atividade econômica com a finalidade última de aumentar patrimônio. Destarte configura-se, portanto, o segundo requisito, da realização de atividade econômica.

Com relação ao terceiro requisito, qual seja, o da partilha dos resultados econômicos, este também se encontra consubstanciado nos fundos de investimento de maneira clara. Com efeito, observa-se que os fundos repassam os rendimentos obtidos aos seus cotistas por meio da valorização das cotas, que será auferida no momento do resgate ou amortização das cotas.

Dessa maneira, verificando-se a presença dos três requisitos essenciais à sociedade, resta caracterizada a natureza societária dos fundos de investimento no ordenamento jurídico brasileiro.

Com efeito, uma vez constatada sua natureza societária, passa-se à análise do tipo societário desenvolvido pelos fundos de investimento.

Nesse contexto, Ricardo de Santos Freitas tratou da matéria, tomando por base o fato de o fundo de investimento ser entidade associativa de forma organizativa imposta por lei especial. Segundo ele, o tipo societário que envolve cada sociedade seria definido apenas em abstrato no Código Civil, ficando a cargo de “lei especial” delimitar tal assunto. Ainda segundo Freitas, o termo “lei especial” deveria ser considerado em seu sentido amplo (*lato sensu*), indicando que qualquer norma legal diferente do próprio Código Civil seria suficiente para dispor sobre o tipo societário referente a cada sociedade. Seguindo essa linha, as instruções normativas emanadas pela CVM teriam competência suficiente para fazê-lo, estabelecendo o tipo societário a que cada tipo de fundo de investimento corresponde no ordenamento jurídico brasileiro. Nesse sentido, expõe:

Vale recordar que o regime tipológico que parcialmente aberto adotado pelo legislador brasileiro exige tão somente que a lei especial tenha tipificado a estrutura organizativa, isto é, tenha regulamentado o tipo econômico em questão. Não se exige que a lei especial venha expressamente referir que aquela estrutura organizativa será considerada uma sociedade, pois essa exigência é característica do regime tipológico fechado e não condiz com o quanto estatuído no artigo 983 do Código Civil¹¹⁰.

¹¹⁰ FREITAS, Ricardo de Santos. Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. p. 218. São Paulo, Quartier Latin: 2006.

Contudo, entende-se que, ao concluir dessa forma, o autor partiu erroneamente da premissa de que a expressão “lei especial” poderia ser interpretada de maneira ampla. Isso porque a referida expressão, em verdade, tem efeito somente no que se refere às leis, em seu sentido estrito, o que não se verifica com relação às instruções normativas da CVM, as quais têm o poder apenas de regular, na esfera administrativa, o conjunto de normas jurídicas, e conferir-lhes interpretação específica, dentro dos limites impostos pelas próprias leis, os quais não se cogitaria ultrapassar.

A partir daí, sabendo-se que os fundos de investimento, no ordenamento jurídico brasileiro não possuem personalidade jurídica própria, e portanto não podem ser titulares de seu patrimônio, aliado ao fato de haver comunhão (ou *condomínio*, reproduzindo-se o texto legal) entre os cotistas, conforme tratado anteriormente, entende-se estar diante de uma instituição com natureza de sociedade em comum, não personificada, regida por seu regulamento próprio e, subsidiariamente, pelo Código Civil.

Nessa mesma linha, encontram-se Mário Tavernard Martins de Carvalho, Sérgio Mourão Corrêa-Lima e Vinícius Rodrigues Pimenta. Os dois últimos prelecionaram:

Tendo em vista que os fundos englobam recursos comuns, destinados à aplicação em certos e específicos títulos ou valores mobiliários; que os investidores adquirem e se tornam titulares das cotas dos fundos; que o patrimônio dos fundos pertence aos investidores, na medida em que não têm personalidade jurídica; que a gestão dos recursos é feita conforme o interesse dos investidores, pode-se concluir que os fundos de investimento são sociedades de fato, formadas por investidores (sócios), que exercem propriedade em comum (condomínio) sobre o dinheiro¹¹¹.

Defende-se, portanto, conforme exposto acima, a natureza societária dos fundos de investimento, com correspondência na natureza da sociedade em comum, regida pelos arts. 986 e seguintes do Código Civil, com comunhão de recursos entre seus titulares, e sem personalidade jurídica própria.

¹¹¹ CORRÊA-LIMA, Sérgio Mourão; PIMENTA, Vinícius Rodrigues. Fundos de Investimento. In: CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Regime Jurídico dos Fundos de Investimento. p. 198. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo principal analisar a estruturação de fundos de investimento no ordenamento jurídico brasileiro, trazendo as principais regulamentações envolvidas e determinadas questões controversas sobre o tema. Dessa forma, foram expostas desde as instruções da CVM que regulam os fundos de investimento em si, até a legislação que rege a atuação dos prestadores de serviço do fundo, principalmente os administradores, como representantes dos fundos de investimento, o tratamento tributário aplicável e as discussões sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento.

Durante a realização das pesquisas para o presente trabalho, foi concluído que o processo de estruturação de fundos de investimento é bastante complexo, sendo que, por um lado, os prestadores de serviço deverão estar cientes de todas as obrigações e responsabilidades que os envolvem, e, por outro, os investidores deverão ter noção de todos os riscos envolvidos. Concluiu-se, nessa linha, que o referido processo de estruturação dos fundos de investimentos apresenta diversos riscos, incluindo os riscos de perda de patrimônio, pelos cotistas, e os riscos de eventual responsabilização, pelos administradores dos fundos.

Adicionalmente à análise do processo de estruturação em si e dos riscos envolvidos, passou-se a estudar o tratamento tributário aplicável aos fundos de investimento, verificando-se, nesse sentido, a importância da segregação entre a relação entre os cotistas e o fundo, de um lado, e a relação entre o fundo e sua carteira de investimentos, do outro. Foram analisados os principais tributos aplicáveis às diferentes espécies de fundos de investimento, notadamente o Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários e o Imposto sobre a Renda.

Passou-se, então, à análise das responsabilidades civil, penal e administrativa dos administradores de fundos de investimento, verificando-se as possibilidades de caracterização de cada uma delas, em contraposto às diversas obrigações às quais estão sujeitos esses agentes. Concluiu-se, nesse contexto, que a responsabilidade civil do administrador de fundos pode ter natureza contratual ou extracontratual, que a responsabilidade penal somente se admite em sua forma subjetiva, mediante a presença de culpa ou dolo, e que a responsabilidade administrativa pode ter efeitos

com relação a uma pessoa física ou jurídica, dentre diversos outros aspectos analisados.

Com relação à natureza jurídica dos fundos de investimento, verificou-se que se trata de tema controvertido, discutido pela doutrina e jurisprudência no âmbito do ordenamento jurídico brasileiro bem como em diversos outros ordenamentos jurídicos, como o italiano e o alemão. Nessa linha, concluiu-se que são quatro as principais teorias sobre o assunto, as quais foram analisadas detalhadamente, com a discussão dos pontos aplicáveis e os pontos controvertidos de cada uma delas. Nesse contexto, a teoria societária, caracterizada pela presença conjunta dos elementos da sociedade, verificou-se a mais adequada.

A pesquisa desenvolvida ao longo desse trabalho procurou analisar as matérias relevantes com relação a cada um dos quatro principais temas propostos, por meio de levantamento bibliográfico buscando encontrar as principais variáveis e controvérsias acerca de cada um desses pontos. Os resultados finais de cada um deles encontram-se detalhados ao longo do presente trabalho, em cada um dos respectivos capítulos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDREZO, Andrea Fernandes, e LIMA, Iran Siqueira. Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais. São Paulo: Pioneira, 2007.

BIFANO, Elide Palma. O Mercado Financeiro e o Imposto sobre a Renda. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

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

CAVALIERI FILHO, Sergio. Programa de Responsabilidade Civil. 9ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GRECO, Rogério. Curso de Direito Penal, Parte Geral. 11ª ed. Niterói: Impetus, 2009.

DINIZ, Rodrigo Pará. Fundos de Investimento no Direito Brasileiro – Aspectos Tributários e Questões Controversas em Matéria Fiscal. São Paulo: Almedina, 2014.

DOTTA, Eduardo Montenegro. A Responsabilidade dos Administradores de Fundos de Investimento no Novo Código Civil. São Paulo: Textonovo, 2005.

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S.A. Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. 3ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: produtos e serviços. 17ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008.

FREITAS, Ricardo de Santos. Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. São Paulo, Quartier Latin: 2006.

GILPIN, Robert. O Desafio do Capitalismo Global. Rio de Janeiro: Record, 2004.

LASTRA, Rosa M. Banco Central e Regulamentação Bancária. Belo Horizonte: Livraria Del Rey Editora, 2000.

LIMA, Iran Siqueira; LIMA, Geraldo Augusto Sampaio Franco; PIMENTEL, René Coppe (coord.). Curso de Mercado Financeiro: tópicos essenciais. São Paulo: Atlas, 2007.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. São Paulo: Dialética, 1999.

OLIVEIRA, Marcos. Moeda, Juros e Instituições Financeiras – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito Bancário. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2005.

SANTOS, Alexandre; OSÓRIO, Fábio; WELLISCH, Julya. Mercado de Capitais – Regime Sancionador. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.

YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

WEBSITES CONSULTADOS

<http://daleth.cjf.jus.br/revista/seriecadernos/VOL15-1.htm>. Acessado em 21 de abril de 2015.

<http://portal.anbima.com.br/fundos-de-investimento/regulacao/codigo-de-fundos-de-investimento/Pages/codigo-e-documentos.aspx>

<http://www.ersadvocacia.com.br/conteudo.php?sid=44&cid=554>. Acessado em 30 de abril de 2015.

http://www.migalhas.com.br/arquivo_artigo/art_07_01.htm. Acessado em 6 de abril de 2015.

http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/FundodeInvestimento409.html. Acessado em 12 de abril de 2015.

http://www4.jfrj.jus.br/seer/index.php/revista_sjrj/article/viewFile/23/22. Acessado em 2 de maio de 2015.