

ção de outros valores mobiliários de sua emissão. Como referido, nos termos do artigo 77 da Lei das S.A., os bônus de subscrição podem ser emitidos para alienação onerosa ou para serem atribuídos como vantagem adicional aos subscritores de ações ou debêntures da companhia.

Ao direito subjetivo do proprietário do bônus de subscrever ações de emissão da companhia, corresponde, por outro lado, o dever jurídico desta, por ocasião do exercício do direito, de proceder ao aumento de capital para emitir as ações correspondentes e entregá-las ao detentor do título.

Ou seja, o bônus de subscrição representa, inequivocamente, um direito de crédito de seu titular, consistente no direito de exigir a prestação do devedor, nele especificada.

O bônus de subscrição constitui, assim, título cuja finalidade é corporificar um direito de crédito, assegurando que tal direito possa ser livremente negociado, em condições de certeza e segurança jurídica.

Embora seja caracterizado como título de legitimação, na medida em que legitima o seu proprietário a tornar-se acionista da companhia, a doutrina é unânime em afirmar que o bônus de subscrição possui natureza jurídica de título de crédito.¹²¹

3.6. As cotas de fundos e de clubes de investimento

3.6.1. Os fundos de investimento

a) Introdução

Ao longo das últimas décadas, foram sendo criados, em praticamente todos os países que dispõem de sistemas financeiros desenvol-

121 WALDIRIO BULGARELLI. *Questões de Direito Societário*. São Paulo, Revista dos Tribunais, 1983, p. 60. MARIA LÚCIA DE ARAÚJO CINTRA. Aspectos jurídicos do bônus de subscrição ..., p. 57. MAURO BRANDÃO LOPES. S.A.: títulos e contratos novos ..., p. 78. JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO. *Regime Jurídico do Capital Autorizado*. São Paulo, Saraiva, 1984, pp. 119-124. Modesto Carvalhosa ressalta, ainda, que o fato de ser caracterizado como título de legitimação não exclui sua característica de título de crédito. MODESTO CARVALHOSA. *Comentários à Lei ...*, v. 2, pp. 17-18.

vidos, diferentes instrumentos de investimento coletivo visando à diversificação de riscos¹²², dentre os quais destacam-se os fundos de investimento¹²³.

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 investidores¹²⁴, muitas vezes não afeitos à complexa dinâmica do mercado financeiro.

O público, ao investir nos fundos, tem como objetivo conjugar seus recursos em busca de soluções de investimentos mais seguras e que lhe proporcionem rentabilidade e liquidez¹²⁵.

A possibilidade de aplicação em uma carteira de ativos diversificada, mediante a aquisição de cotas de fundos de investimentos constitui um dos fatores mais atrativos para os investidores. Com efeito, a diversificação dos investimentos em ativos de vários segmentos do mercado financeiro propicia que o rendimento satisfatório de determinados ativos compense a eventual baixa dos demais.

122 De acordo com Eduardo Martinez de Salina e conforme reconhecido na Diretiva do Conselho da Comunidade Europeia 85/611, alterada pelas Directivas de nº 88/220/CEE, 95/26/CE, 2000/64/CE, 2001/107/CE e 2001/108/CE, as entidades de investimento coletivo, na prática internacional, podem revestir-se das seguintes modalidades: fundos de investimento, companhias de investimento, e *unit trusts* (EDUARDO MARTINEZ DE SALINA. *El Mercado de Valores*. Pamplona, Arazandi, 1992, p. 1.023).

123 No Brasil, de acordo com o pioneiro estudo de Peter Walter Ashton, a primeira experiência relevante no setor deu-se em 1956, com a criação do Fundo de Investimentos Crescinco, cuja administração foi confiada a uma companhia brasileira subsidiária de uma empresa financeira norte-americana, a *International Basic Economy Corporation*, de Nova York. A partir de então, os fundos de investimento passaram a ser objeto de minuciosa disciplina regulamentar, inicialmente por parte da SUMOC, depois, a partir de 1964, por parte do Banco Central, e, mais recentemente, com a edição da Lei nº 10.303/2001, pela Comissão de Valores Mobiliários. PETER WALTER ASHTON. *Companhias de Investimento*. Rio de Janeiro, Edições Financeiras S.A., 1963, pp. 40 e ss.

124 Presentemente, a indústria dos fundos constitui um dos mais dinâmicos setores do mercado financeiro. No Brasil, este segmento vem crescendo significativamente e já movimenta ativos que representam mais de um trilhão de reais (R\$ 1.036.970,46, em 04.07.2007).

125 Neste sentido, confira-se FELIX RUIZ ALONSO, "Os Fundos de Investimento", *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 1, 1971, p. 62.

Além disso, a administração profissional e especializada do fundo tende a gerar rendimentos maiores do que o investidor individualmente conseguiria obter, já que os profissionais atuantes na área dispõem de projeções, estudos e experiência que lhes permitem realizar aplicações com maior probabilidade de êxito¹²⁶.

A liquidez, ao seu turno, advém da possibilidade de cessão, transferência ou resgate das cotas dos fundos, que, dependendo de sua natureza, poderão ocorrer a qualquer momento¹²⁷, bem como da composição da carteira de investimentos com ativos líquidos.

Os fundos de investimento são constituídos pelo administrador, que elabora o regulamento e o prospecto, ofertando publicamente as cotas de emissão do fundo ao mercado (artigo 3º da Instrução CVM nº 409/2004). Por sua vez, os investidores que adquirem estas cotas passam à condição de cotistas do fundo, mantendo nele sua aplicação.

b) A natureza jurídica dos fundos de investimento

A Instrução CVM nº 409, de 18.08.2004, alterada pelas Instruções CVM nº 411/2004, 413/2004, 450/2007, 456/2007 e 465/2008, dispõe sobre normas gerais que regem a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Em seu artigo 2º, a Instrução CVM nº 409/2004 define fundo de investimento como *“uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”*.

Assim, os fundos de investimento organizam-se, juridicamente, sob a forma de condomínio¹²⁸, sem personalidade jurídica, constituin-

do uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteiras compostas pelos mais diversos ativos financeiros, como títulos da dívida pública, ações, debêntures e outros títulos ou contratos existentes no mercado¹²⁹.

Os fundos de investimento, ao contrário do que ocorre com as companhias de investimento, apresentam uma feição contratual e não societária, uma vez que não há entre os investidores relação interpessoal associativa — a *affectio*. Ao contrário, a relação dos investidores entre si é irrelevante para a constituição e funcionamento de um fundo¹³⁰, uma vez que, ao aderirem ao fundo, estes vinculam-se ao administrador, que lhes presta serviços de administração e de gestão de seus recursos.

A Instrução CVM nº 409/2004, em seu artigo 5º, classifica os fundos de investimento em condomínios abertos ou fechados, conforme seja ou não admissível o resgate das cotas de sua emissão. Dessa forma, nos fundos abertos, os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas a qualquer momento; nos fechados, o resgate somente pode ocorrer com o término do prazo de duração do fundo.

Por outro lado, as cotas de fundo aberto não são passíveis de cessão ou transferência, exceto nas hipóteses de decisão judicial, de execução de garantia ou sucessão universal, enquanto que as cotas de fundo fechado podem ser livremente cedidas ou transferidas, mediante termo ou negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão (artigo 12, § 1º, da Instrução CVM nº 409/2004).

REIRO VAZ TOMÉ, “Notas sobre os aspectos financeiros e civis dos fundos ...”, pp. 40-41. O sistema legal brasileiro, conforme se depreende da leitura do artigo 2º da Instrução CVM nº 409/2004, adotou a teoria condominial.

129 Confira-se NELSON EIZIRIK. *Temas de Direito Societário ...*, pp. 549 e ss.

130 Sobre a diferença entre a comunhão voluntária e a sociedade, esclarece Felix Ruiz Alonso que: “[a] diferença entre a comunhão voluntária e a sociedade, estriba nas disposições internas das pessoas, que são umas nos sócios e outras diferentes nos comunheiros. No comunheiro não se dá a relação interpessoal associativa — *affectio* — característica da sociedade que é preponderante no caso do associado. A sociedade, antes de mais nada, une os sócios entre si para um fim comum. Enquanto que a comunhão relaciona apenas os sujeitos com a coisa; é uma relação real que se repete tantas vezes quantos são os comunheiros, não é relação das pessoas entre si. A relação dos co-proprietários entre si é irrelevante, por isso não se pode falar em *affectio* entre eles, que implica sempre — repetimos — uma relação entre pessoas” (FELIX RUIZ ALONSO, “Os Fundos de Investimento ...”, pp. 76-77.)

126 Sobre as vantagens dos fundos como forma de investimentos, confira-se MARIA JOÃO ROMÃO CARREIRO VAZ TOMÉ, “Notas sobre os aspectos financeiros e civis dos fundos de investimento mobiliário aberto”. In.: *Direito dos Valores Mobiliários*, v. I. Coimbra, Coimbra Editora, 1999, pp. 12-15.

127 Por exemplo, no caso dos fundos abertos, como esclarecido no 3.6.1 deste capítulo, o resgate das cotas dos fundos poderá ser solicitado a qualquer momento.

128 Existem diversas correntes a respeito da natureza jurídica dos fundos de investimento, a saber: a) Teoria Condominial; b) Teoria da Comunidade de Bens não Condominial; c) Teoria da Propriedade em Mão-Comum; d) Teoria da Propriedade Fiduciária; e) Teoria da Organização Associativa. Conferir a propósito, RICARDO DE SANTOS FREITAS. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo, Quartier Latin, 2005 e MARIA JOÃO ROMÃO CAR-

c) Deveres e responsabilidades dos administradores e gestores dos fundos de investimentos

O fundo de investimento é constituído por deliberação do administrador, que deve aprovar, na mesma ocasião, o seu regulamento (artigo 3º da Instrução CVM nº 409/2004), contendo, dentre outras, informações sobre a espécie de fundo e seu prazo de duração, a política de investimento, de divulgação de informações e de administração de riscos, o público alvo e a distribuição de resultados (artigo 41 da Instrução CVM nº 409/2004). Os fundos de investimento dependem, para seu funcionamento, de prévio registro na CVM (artigo 7º da Instrução CVM nº 409/2004).

A administração do fundo é usualmente confiada a uma entidade especializada, instituição financeira com capacitação técnica para administrar e gerir o patrimônio comum dos cotistas.

O administrador tem poderes para praticar todos os atos necessários ao funcionamento do fundo, sendo responsável por sua constituição e pela prestação de informações à CVM (artigo 58 da Instrução CVM nº 409/2004).

Nos termos do artigo 56 da Instrução CVM nº 409/2004, a administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao seu funcionamento e à sua manutenção, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, desde que por escrito e em nome do fundo.

O administrador poderá contratar a prestação dos serviços listados no § 1º do artigo 56 da Instrução CVM nº 409/2004, ou seja, a gestão da carteira do fundo; a consultoria de investimentos; as atividades de tesouraria, controle e processamento de títulos e valores mobiliários; a distribuição, escrituração de emissão e resgate de cotas; a custódia de títulos e valores mobiliários e demais ativos financeiros; e classificação de risco por agência especializada constituída no País. Somente os serviços elencados neste dispositivo da Instrução podem ser contratados perante terceiros, devendo todas as demais atividades relacionadas ao fundo ser prestadas exclusivamente pelo administrador.

Assim, ao administrador é facultado terceirizar, dentre outros serviços, a gestão da carteira do fundo¹³¹, que pode ser exercida por pes-

131 "Pode dizer-se que os poderes da sociedade gestora de negociar valores mobiliários (e equiparados), assim como de exercer os direitos a eles inerentes,

soa natural ou jurídica, credenciada junto à CVM como administradora de carteira de valores mobiliários, de acordo com o disposto nos artigos 4º a 8º da Instrução CVM nº 306/1999. Cumprido ao gestor de carteira negociar, em nome do fundo, os ativos integrantes da carteira (artigo 56, § 2º da Instrução CVM nº 409/2004)¹³², decidindo quais os ativos deverão ser comprados ou vendidos.

Caso o administrador não cumule as funções de distribuição e custódia, deverá contratar, ainda, a prestação destes serviços. A distribuição é exercida por um membro do sistema de distribuição de valores mobiliários, que compreende os agentes mencionados no artigo 15 da Lei nº 6.385/1976.

A custódia, por sua vez, somente pode ser exercida por instituições financeiras e entidades de compensação e liquidação. O serviço de custódia compreende o depósito de valores mobiliários sobre a guarda da instituição depositária (parágrafo único do artigo 24 da Lei nº 6.385/1976), devendo o preço cobrado por tais serviços constar expressamente no contrato de custódia (artigo 59, parágrafo único, III da Instrução CVM nº 409/2004).

A Instrução CVM nº 409/2004 exige que os contratos de custódia contenham cláusula estipulando que o custodiante somente deverá acatar ordens proferidas pelo administrador e pelo gestor ou por seus representantes legais ou mandatários, desde que tais ordens estejam diretamente relacionadas às operações do fundo (artigo 59, parágrafo único, incisos I e II da Instrução CVM nº 409/2004).

O administrador, no exercício de suas funções, deve observar uma série de deveres previstos no artigo 65 da Instrução CVM nº 409/2004, tais como: (a) diligenciar para que sejam mantidos atualizados o registro de cotistas; o livro de atas das assembleias gerais; o livro ou lista de presença de cotistas; os pareceres do auditor independente; os registros contábeis referentes às operações e ao patrimô-

sem qualquer possibilidade de interferência dos participantes, exprimem, em último recurso, a cisão, legalmente consagrada, entre a 'titularidade' dos participantes do patrimônio dos fundos e a 'legitimação' da sociedade." MARIA JOÃO ROMÃO CARREIRO VAZ TOMÉ, "Notas sobre os aspectos financeiros e civis dos fundos ...", p. 23.

132 O Código de Regulação e Melhores Práticas para Fundos de Investimento editado pela ANBIMA, em 1º.12.2010, define a gestão de carteira de fundos de investimento da seguinte forma: "Art.29 — A gestão compreende o conjunto de decisões que, executadas com observância dos termos do Regulamento e do Prospecto, determinam a performance do Fundo de Investimento."

nio do fundo; e a documentação relativa às operações do fundo, pelo prazo de cinco anos; (b) elaborar e divulgar informações periódicas, eventuais, de venda e distribuição, bem como publicar as demonstrações contábeis e os relatórios de auditoria; (c) fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo; d) observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto¹³³.

O administrador deve, ainda, atuar de acordo com as seguintes normas de conduta: (a) 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; (b) 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 relati-

133 O Código de Regulação e Melhores Práticas para Fundos de investimento editado pela ANBIMA também estabelece deveres a serem observados pelas instituições administradoras e gestoras de fundos. A respeito, vide seu artigo 6º: "Art. 6º — As Instituições Participantes devem observar, na esfera de suas atribuições e responsabilidades em relação aos Fundos de Investimentos, as seguintes regras de regulação e melhores práticas: I — desempenhar suas atribuições buscando atender aos objetivos descritos no regulamento e prospecto do Fundo de Investimento, se for o caso, referidos no art. 8º deste Código, bem como a promoção e divulgação de informações a eles relacionadas de forma transparente, inclusive no que diz respeito à remuneração por seus serviços, visando sempre ao fácil e correto entendimento por parte dos investidores; II — cumprir todas as suas obrigações, devendo empregar, no exercício de sua atividade, o cuidado que toda pessoa prudente e diligente costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas durante o período em que prestarem algum dos serviços previstos no §1º do art. 2º deste Código; III — evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com os cotistas dos Fundos de Investimento; IV — evitar práticas que possam vir a prejudicar a indústria de Fundos de Investimento e seus participantes, especialmente no que tange aos deveres e direitos relacionados às atribuições específicas de cada uma das Instituições Participantes, estabelecidas em contratos, regulamentos e na legislação vigente. Parágrafo Único — Entende-se por relação fiduciária a relação de confiança e lealdade que se estabelece entre os cotistas dos Fundos de Investimento e a Instituição Participante, no momento em que é confiada à mesma a prestação de serviço para qual foi contratada."

va ao exercício de direito de voto do fundo; (c) 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 (artigo 65-A da Instrução CVM nº 409/2004).

Além da Instrução CVM nº 409/2004, o administrador e o gestor de fundos de investimento, assim como o administrador de carteira de valores mobiliários, devem observar as regras de conduta estabelecidas pela Instrução CVM nº 306/1999, que prevê, dentre outros, os deveres de diligência e de lealdade (inciso II do artigo 14), o dever de verificar a adequação da política de investimentos ao tipo de investidor (inciso III, "a", do artigo 14)¹³⁴, o dever de informar (inciso VIII do artigo 14), o dever de declarar os potenciais conflitos de interesses por força do exercício de outras atividades no mercado (inciso III, "c", do artigo 14), e o dever de informar os participantes a respeito do grau de intensidade dos riscos a que a carteira está submetida (inciso III, "d", do artigo 14).

Um dos deveres mais relevantes do administrador dos fundos de investimentos consiste na adequada prestação de informações, em atenção ao princípio do *disclosure* que norteia o funcionamento do mercado de valores mobiliários, no qual os fundos estão inseridos¹³⁵.

Neste sentido, a CVM, através da Instrução CVM nº 409/2004, estipulou padrões para a divulgação de informações mínimas, consideradas essenciais ao mercado, e que estão previstas nos artigos 68 a 84 da citada Instrução. Tais artigos estabelecem ainda a periodicidade com que as informações mínimas devem ser prestadas ou deixadas à disposição dos cotistas.

De acordo com a Instrução CVM nº 409/2004, o fundo deve prestar quatro modalidades de informações ao mercado: (a) informações periódicas; (b) informações eventuais; (c) informações de venda e distribuição; e (d) demonstrações contábeis e relatórios de auditoria¹³⁶.

134 Tal dever corporifica o que se denomina de regra de *suitability*, que impõe aos intermediários a obrigação de verificar a adequação existente entre a qualificação do investidor (medida pelo seu nível de experiência e as características de seu conjunto de ativos), assim como o grau dos riscos assumidos nas operações.

135 Conforme será analisado no item 3.6.1.c) deste capítulo.

136 A elaboração das demonstrações contábeis dos fundos de investimento deve ser feita com observância às regras fixadas pela Instrução CVM nº 438/2006.

As informações eventuais, nos termos do artigo 72 da Instrução CVM nº 409/2004, devem ser prestadas sempre que os administradores tenham acesso a qualquer fato que possa ser relevante para o julgamento dos investidores, sendo considerados relevantes quaisquer atos ou fatos que possam influir de modo ponderável no valor das cotas ou na decisão dos investidores de adquirir, alienar ou manter tais cotas (parágrafo único do artigo 72 da Instrução CVM nº 409/2004).

Ressalte-se que as informações a respeito do fundo dirigem-se não apenas aos seus cotistas, mas também ao mercado como um todo, razão pela qual a obrigatoriedade de divulgá-las imediatamente se mantém, mesmo que o fundo tenha um único cotista.

Aliás, é este sistema de divulgação de informações ao mercado que, por ser aplicável, indistintamente, a todos os fundos de investimento, possibilita uma melhor comparação entre a rentabilidade apresentada pelos diversos fundos, tornando mais fácil a avaliação do desempenho da instituição administradora¹³⁷.

Além da imposição de deveres e responsabilidades, a Instrução 409/2004 lista, em seu artigo 64, um rol de condutas, cujas práticas são vedadas aos administradores, tais como o dever se abster de receber depósito em conta corrente; contrair ou efetuar empréstimos, 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 CVM¹³⁸; utilizar recursos do fundo para pagamento de seguro contra perdas financeiras de cotistas e praticar qualquer ato de liberalidade.

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 (ar-

tigo 57, § 3º da Instrução CVM nº 409/2004). Ademais, nos contratos firmados pela administração com prestadores de serviços, referentes à gestão da carteira do fundo, às atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários e à escrituração da emissão e resgate de cotas, é obrigatória a inserção de cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o administrador do fundo e os terceiros por eles contratados, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude das condutas contrárias à lei, ao regulamento e aos atos normativos expedidos pela CVM (artigo 57, § 2º da Instrução CVM nº 409/2004)¹³⁹.

139 A respeito da cláusula de solidariedade, confira-se o posicionamento da CVM: "Antes de terminar, julgo importante, para casos futuros, fazer alguns registros quanto aos termos da acusação. Em primeiro lugar, a referência feita pela acusação à responsabilidade solidária de que trata o § 2º do art. 57 da Instrução 409 não é correta, em processos sancionadores. As normas regulamentares não têm legitimidade constitucional para criar hipóteses de responsabilidade civil que decorrem sempre da lei, e muito menos para criar hipóteses de solidariedade em obrigações civis que segundo o próprio artigo 265 do Código Civil, dependem de lei ou da vontade das partes para surgir. O que a norma do § 2º do art. 57 fez foi criar um requisito para o exercício da faculdade de contratação de um gestor, pelo administrador, faculdade regularmente concedida pela Instrução. Tal requisito consiste na contratação com cláusula de solidariedade civil em favor dos cotistas, entre administrador e gestor. Ou seja: o administrador, que é civilmente responsável, pode transferir a outrem parte de suas funções, mas deve conservar sua responsabilidade integral. Isto nada tem que ver com responsabilidade administrativa, e muito menos com responsabilidade administrativa solidária, que não existe, nem pode existir. A responsabilidade administrativa, como a penal, deve ser sempre pessoal, decorrente de atos ou omissões próprios. Essa separação entre responsabilidade civil e administrativa é clara na Instrução 409: enquanto o § 2º do art. 57 determina a necessidade de contratação com cláusula de responsabilidade civil solidária, e o § 3º explicita o fato de que, apesar de contratar o gestor, o administrador continuará respondendo civilmente por seus atos próprios, o § 5º trata da responsabilidade administrativa, nos seguintes termos: '§ 5º Sem prejuízo do disposto no § 2º, o administrador e cada prestador de serviço contratado respondem perante a CVM, na esfera de suas respectivas competências, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo e às disposições regulamentares aplicáveis.' Entenda-se: fazendo expressa ressalva ao fato de que a subjetividade inerente à responsabilidade administrativa não afasta a solidariedade civil decorrente do contrato requerido pelo § 2º, a norma do § 5º deixa absolutamente cristalino que cada prestador de serviços ao fundo responde 'por seus próprios atos e omissões', 'na esfera de suas respectivas competências'. Não há, portanto, em nenhuma hipótese, que se falar em responsabilidade solidária em processo sancionador" (grifos

137 Com o objetivo de aperfeiçoar a divulgação de informações ao mercado, a ANBIMA, em seu Código de Regulação e Melhores Práticas, estabeleceu que a divulgação do material técnico e publicitário dos fundos deveria observar as melhores práticas do mercado (artigo 17), devendo, ainda, se ater aos princípios dispostos nos artigos 1º e 6º.

138 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.

O administrador e o gestor respondem pelo patrimônio líquido negativo do fundo, decorrente da inobservância das políticas de investimento ou dos limites de concentração (artigo 13 da Instrução CVM nº 409/2004)¹⁴⁰ e, também, pela infração aos limites de concentração por ativo financeiro ou por emissor; de composição e concentração de carteira; e de concentração em fator de risco (artigo 88 da Instrução CVM nº 409/2004).

O administrador e o gestor estarão isentos de responsabilização por eventuais danos provocados aos investidores, desde que o descumprimento dos aludidos limites — de concentração e de diversificação da carteira, ou de concentração de risco — tenha sido ocasionado por desenquadramento passivo¹⁴¹, observadas as seguintes condições, ambas previstas pelo artigo 89 da Instrução CVM nº 409/2004:

- (a) o desenquadramento passivo deve decorrer de fatos exógenos e alheios à vontade do administrador, que causem alterações imprevisíveis e significativas no patrimônio líquido do fundo ou nas condições gerais do mercado de capitais¹⁴², e
- (b) tal desenquadramento não deve ultrapassar o prazo máximo de 15 (quinze) dias consecutivos e não deve implicar em alteração do tratamento tributário conferido ao fundo ou aos cotistas do fundo.

existentes no original). (Comissão de Valores Mobiliários, Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2005/9245, Rel. Dir. Marcelo Fernandez Trindade, j. 16.01.2007).

140 Nos termos do artigo 13 da Instrução CVM nº 409/2004, os cotistas também podem vir a responder por eventual patrimônio negativo do fundo.

141 O desenquadramento da carteira corresponde ao descumprimento dos limites por ativo e por emissor fixados pelas normas da CVM para os fundos.

142 A CVM, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/9245, Rel. Dir. Marcelo Fernandez Trindade, julgado em 16.01.2007, entendeu que o resgate de cotas efetuado por cotista em fundo exclusivo não caracteriza fato exógeno, como requer a Instrução CVM nº 409/2004 na definição de desenquadramento passivo. Segundo a decisão proferida pela autarquia, o resgate “decorre diretamente da grandeza de participação de um cotista no patrimônio do fundo de investimento”, além de não ser um evento imprevisível, como também é exigido pela referida Instrução no conceito de desenquadramento passivo. Para o resgate ser considerado um evento imprevisível, o administrador ou o gestor deveriam provar “que foram adotados os mecanismos de proteção para uma tal hipótese, os quais, entretanto, aí sim por fatores exógenos e imprevisíveis, não foram suficientes para evitar o desenquadramento”. Segundo o voto do Relator Diretor Marcelo Fernandez Trindade, em casos de resgate expressivo, espera-se que o administrador diligente feche o fundo, nos termos do artigo 16 da Instrução CVM nº 409/2004.

Por outro lado, constitui infração grave o descumprimento das normas relativas à distribuição de cotas, ao exercício das atividades autorizadas ao administrador, à contratação de terceiros para a prestação de serviços; à política de investimento do fundo; à publicação de fato relevante; às regras contábeis; à transformação de fundo aberto em fechado; ao regulamento do fundo; à classe adotada pelo fundo, com exceção dos fundos da classe “multimercado”; aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo; à concentração em créditos privados; aos deveres de conduta do administrador; bem como o descumprimento das deliberações tomadas nas assembleias gerais de cotistas (artigo 117 da Instrução CVM nº 409/2004).

Os demais diretores, os empregados e os prepostos do administrador ou do gestor do fundo também podem ser responsabilizados pela violação dos dispositivos da Instrução CVM nº 409, desde que tenham concorrido para a prática do ilícito (artigo 119 da Instrução CVM nº 409/2004).

d) Cotas

As cotas são representativas de frações ideais do patrimônio do fundo, adotando as formas escriturais e nominativas. O valor das cotas varia de acordo com a valorização do patrimônio do fundo (artigo 10 da Instrução CVM nº 409/2004)¹⁴³.

Os cotistas possuem iguais direitos e obrigações. Os direitos podem ser de natureza política, consubstanciados no direito à informação e no direito à convocação e votação em assembleia (artigos 50 e 52

143 A CVM, mediante a Instrução nº 438/2006 impõe a utilização da marcação a mercado no registro das cotas. Sobre a matéria, dispõe o Código de Regulação e Melhores Práticas para Fundos de Investimento da ANBIMA que “Art. 20 — As Instituições Participantes devem utilizar a Marcação a Mercado (‘MaM’) no registro dos ativos financeiros e valores mobiliários componentes das carteiras dos Fundos de Investimento que administrem. § 1º — A MaM consiste em registrar todos os ativos, para efeito de valorização e cálculo de cotas dos Fundos de Investimento, pelos respectivos preços negociados no mercado em casos de ativos líquidos ou, quando este preço não é observável, por uma estimativa adequada de preço que o ativo teria em uma eventual negociação feita no mercado. § 2º — A MaM tem como principal objetivo evitar a transferência de riqueza entre os cotistas dos Fundos de Investimentos, além de dar maior transparência aos riscos embutidos nas posições, uma vez que as oscilações de mercado dos preços dos ativos, ou dos fatores determinantes destes, estarão refletidas nas cotas, melhorando assim a comparabilidade entre suas performances.”

da Instrução CVM nº 409/2004); ou patrimonial, incorporados no direito ao resgate das cotas (artigo 15 da Instrução CVM nº 409/2004), no direito à administração do patrimônio do fundo (artigo 56 da Instrução CVM nº 409/2004), no direito de participar dos lucros nos limites de sua cota (artigo 41, XI da Instrução CVM nº 409/2004), entre outros.

Os cotistas são responsáveis pelo patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor, se houver, em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nas normas da CVM (artigo 13 da Instrução CVM nº 409/2004). Neste sentido, ressalte-se que uma das condições para o ingresso no fundo é a subscrição de termo no qual o cotista atesta a ciência da possibilidade de ocorrer patrimônio líquido negativo e reconhece, quanto à esse ponto, sua responsabilidade, além de declarar o recebimento do regulamento e, se for o caso, do prospecto e a ciência dos riscos e da política de investimento adotada pelo fundo (artigo 30 da Instrução CVM nº 409/2004).

e) A assembleia de cotistas

A instituição administradora possui apenas as atribuições normais de gestão sobre o patrimônio do fundo, não tendo poderes absolutos para, independentemente de consulta aos cotistas, decidir sobre questões que modifiquem a própria estrutura do fundo, afetando direitos fundamentais dos cotistas, como, por exemplo, a alteração no regulamento e a transformação, fusão, incorporação, cisão ou liquidação do fundo. Os próprios cotistas têm poderes para assegurar que o fundo atinja seus objetivos e seja satisfatoriamente administrado.

Além da função deliberativa, a Assembleia Geral dos cotistas também funciona como órgão fiscalizador da aplicação dos recursos do fundo e da atuação do administrador. Para exercer tal função, a Instrução CVM nº 409/2004 atribuiu-lhe competência para tomar, anualmente, as contas relativas ao fundo e para deliberar sobre as demonstrações financeiras apresentadas pelo administrador, bem como sobre a eventual substituição deste.

Assim, compete privativamente à Assembleia Geral dos cotistas deliberar sobre as matérias previstas no artigo 47 da Instrução CVM nº 409/2004¹⁴⁴.

144 Sobre a convocação da assembleia geral de cotistas, ver o artigo 50 da

É possível a constituição de procurador para representar o cotista nas assembleias, assim como permite-se a votação por meio eletrônico ou escrito (artigo 53, parágrafo único da Instrução CVM nº 409/2004).

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.

f) O regulamento e o prospecto dos fundos de investimento

O prospecto é o documento que consolida os objetivos da criação do fundo, devendo conter todas as informações relevantes para o investidor com relação à política de investimento e os riscos¹⁴⁵. O prospecto deve estar publicamente disponível, durante o período de distribuição, a qualquer investidor que queira consultá-lo.

O prospecto, com as informações previstas no artigo 40 da Instrução CVM nº 409/2004, deve ser redigido de maneira clara e acessível ao público investidor¹⁴⁶.

Instrução CVM nº 409/2004; sobre as hipóteses de conflitos de interesses, verificar o artigo 54 da Instrução CVM nº 409/2004; sobre *quorum* de instalação e deliberação, conferir os artigos 51 e 52 da referida Instrução.

145. "Notoriamente, os maiores riscos a que estão expostos os ativos das carteiras são: a) o risco de crédito: aquele em que a contraparte (emissor do título) não cumpre com as obrigações decorrentes do título, isto é, quando incorre em inadimplimento; b) risco de mercado: é o decorrente das condições adversas do mercado financeiro e de capitais relativamente à oscilação do preço dos ativos que compõem a Carteira do fundo; c) risco de liquidez: é o que decorre da dificuldade de venda de um ativo da Carteira no mercado. Tem-se ainda o risco legal que decorre de irregularidades de ordem jurídica diversas que impedem, por exemplo, a execução de um contrato, resultando em eventual prejuízo, ou o não cumprimento das normas legais estabelecidas. E finalmente o risco operacional, que está diretamente relacionado à gestão do fundo, e que decorre de erro humano, falha de sistema, falha de controles internos, procedimentos inadequados de controle, errôneas avaliações de risco etc." SHEILA PERRICONE, "Fundos de Investimento: A política de investimento e a responsabilidade dos administradores", *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 11, 2001, p. 87. Nos termos do § 5º do artigo 88 da Instrução CVM nº 409, "entende-se por principal fator de risco de um fundo o índice de preços, a taxa de juros, o índice de ações, ou o preço do ativo cuja variação produza, potencialmente, maiores efeitos sobre o valor de mercado da carteira do fundo".

146. Nos termos do artigo 15 do Código de Regulação e Melhores Práticas para

Os fundos devem elaborar também um regulamento, disciplinando todas as matérias relevantes para o seu funcionamento¹⁴⁷.

Os regulamentos dos fundos destinados unicamente a investidores qualificados deverão ser explícitos no que se refere à exclusiva participação destes investidores, bem como conter dispositivos detalhados quanto à possibilidade de serem utilizados títulos ou valores mobiliários na integralização das cotas subscritas e no pagamento dos resgates (inciso I do artigo 110 e artigo 111 da Instrução CVM nº 409/2004).

Dentre as matérias que devem ser disciplinadas no regulamento do fundo, a sua política de investimentos é de extrema relevância, pois determina como serão aplicados os recursos do fundo, garantindo que sejam observados os objetivos dos cotistas em termos de risco e rentabilidade¹⁴⁸.

Segundo dispõe o § 1º do artigo 41 da Instrução CVM nº 409/2004, a política de investimentos deve estabelecer o percentual máximo que poderá ser aplicado em valores mobiliários e títulos de um mesmo emissor, o percentual máximo que poderá ser aplicado em valores mobiliários e títulos de emissão do administrador, gestor ou de empresa a eles ligada, bem como de cotas de fundos de investimento por eles administrados, e o propósito do fundo de realizar operações em valor superior ao seu patrimônio, indicando os níveis de exposição em mercados de risco¹⁴⁹.

Fundos de Investimento da ANBIMA, os prospectos dos fundos de investimentos devem conter suas principais características, dentre as quais todas as informações relevantes para dar conhecimento ao investidor de suas políticas de investimento e dos riscos envolvidos, bem como dos direitos e responsabilidades dos cotistas, devendo conter, dentre outras informações, a base legal do fundo, a indicação dos prestadores de serviços de administração, gestão, custódia, distribuição, registro escritural de cotas, auditor, a política de divulgação de informações, o objetivo de investimento, a política de investimento, fatores de risco; gerenciamento de riscos, público alvo, regras de movimentação, política de distribuição de resultados, se aplicável, taxas, breve histórico do administrador e do gestor, regras de tributação do Fundo de Investimento e atendimento ao cotista.

147 Previstas no artigo 41 da Instrução CVM nº 409/2004.

148 Dada à importância da política de investimentos adotada pelo fundo, o Código de Regulação e Melhores Práticas para Fundos de Investimento da ANBIMA previu, no seu artigo 32, a possibilidade do regulamento dos fundos criar um Conselho Consultivo, um Comitê Técnico ou um Comitê de Investimentos.

149 O Código de Regulação e Melhores Práticas da ANBIMA fixa outros crité-

Como se verifica, a política de investimentos impõe limites à atuação da entidade administradora na aplicação dos recursos do fundo, sendo, por isso, de fundamental importância para os cotistas que ela fique delimitada com clareza no regulamento do fundo.

Além da política de investimentos, o regulamento do fundo deve dispor sobre a política de divulgação de informações, que deverá abranger, pelo menos, a periodicidade mínima para a divulgação da composição da carteira; o nível de detalhamento das informações, assim como o local e o meio de solicitação e divulgação das informações (§ 2º do artigo 41 da Instrução CVM nº 409/2004).

g) Os limites por emissor e por ativo financeiro — limites de concentração e de diversificação

A carteira dos fundos deve obedecer aos limites por emissor (artigo 86) e aos limites por ativo financeiro (artigo 87) fixados pela Instrução CVM nº 409/2004¹⁵⁰.

rios a serem estabelecidos pelo regulamento dos fundos com relação à política de investimentos, além de fixar algumas vedações, em seu artigo 33: "Art. 33 — O regulamento de um Fundo de Investimento deve ser claro e objetivo quanto à política de investimentos, incluindo as faixas de alocação de ativos, limites de concentração e a maneira pela qual se dá o processo de análise e seleção dos mesmos, sendo vedado estabelecer: I — exceção a parâmetros objetivos da política de investimentos, mesmo que vinculada à anuência dos cotistas; e II — a possibilidade de realização de operações não previstas ou vedadas de forma objetiva, sem que haja a respectiva alteração no Regulamento, incluída aí a mudança nas faixas de alocação de ativos, mesmo que as operações de que ora se trata sejam pontuais e praticadas com autorização expressa dos cotistas".

150 Antes mesmo das alterações promovidas pela Instrução CVM nº 450/2007 na regulamentação de fundos de investimento, a CVM já entendia que tais limites não eram aplicáveis aos fundos exclusivos, conforme se verifica da decisão proferida nos autos do já citado Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2005/9245: "É preciso, então, saber se apesar dessa omissão da Instrução, que não excepciona genericamente os fundos exclusivos da incidência das regras relativas a limites de concentração e diversificação, tais regras são aplicáveis àqueles fundos. A resposta, a meu ver, é negativa. Com efeito, me parece bastante claro que as regras de diversificação e os limites de concentração são normas de natureza prudencial, que visam a diminuir os riscos dos fundos de investimento. Tais regras simplesmente não existem quando se trata de carteiras administradas. Em outras palavras: se um investidor entregar recursos a um gestor, na forma da Instrução 306/1999, e determinar, ou permitir, que a gestão se dê de maneira concentrada em um único ativo, ou em ativos de emissão em só emissor, isto é

O artigo 87, II, da Instrução CVM nº 409/2004 isenta de limites de concentração os investimentos: em títulos públicos federais e operações compromissadas lastreadas nestes títulos; em outro, desde que adquirido ou alienado em negociações realizadas em bolsas de mercadorias e futuros; em títulos de emissão ou coobrigação de instituição financeira; em valores mobiliários, registrados na CVM e ofertados publicamente, e em contratos derivativos. Do mesmo modo, os fundos que exijam um investimento mínimo de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) para adesão do investidor estão dispensados de atenderem aos limites de concentração por emissor e por ativo financeiro (artigo 110-B, I, da Instrução CVM nº 409/2004).

h) As diversas modalidades de fundos de investimento

Nos termos da Instrução CVM nº 409/2004, de acordo com os ativos que compõem sua carteira, os fundos de investimentos podem ser qualificados como: de curto prazo; referenciado; de renda fixa; de ações; cambial; de dívida externa; e multimercado.

Os Fundos de Curto Prazo¹⁵¹ são aqueles nos quais o investimento deve estar concentrado exclusivamente em títulos públicos federais ou privados pré-fixados ou indexados à taxa SELIC ou a outra taxa de juros, ou também em títulos indexados a índices de preços, com prazo máximo de um ano e médio inferior a 60 dias (artigo 93 da Instrução CVM nº 409/2004).

Os Fundos Referenciados¹⁵² são aqueles em que os ativos da carteira estão atrelados a um indicador de desempenho. Estes fundos de-

perfeitamente legal e admitido. A razão dessa admissão parece repousar no fato de que, ao contrário do que ocorre geralmente com fundos de investimento, o investidor contrata diretamente com o administrador de carteira, em uma relação contratual específica, sobre a qual não deve interferir o Estado, inclusive porque, para poder arcar com os custos dessa gestão sob medida, o investidor provavelmente tem recursos significativos, capacidade de negociação e discernimento quanto aos riscos envolvidos."

151 O número de Fundos Curto Prazo sofreu uma diminuição do montante de 52, em março de 2005, para 40, em abril de 2007, sendo que em novembro de 2010, este número subiu para 46, de acordo com os dados da CVM.

152 Conforme as estatísticas da CVM, o número de Fundos Referenciados tem decrescido desde março de 2005, quando havia 249 fundos. Ao fim de 2006, este montante caiu para 233, em abril de 2007, contavam-se 220 e, em novembro de 2010 eram 214 fundos referenciados.

vem ter em seu patrimônio líquido, no mínimo, 80% de títulos do Tesouro Nacional ou do Banco Central do Brasil e/ou títulos e valores mobiliários de renda fixa, cujo emissor esteja classificado na categoria baixo risco de crédito, certificado por agência de classificação de risco. Cumulativamente, devem estipular que pelo menos 95% da carteira seja composta por ativos financeiros que acompanhem a variação do indicador de desempenho. A atuação dos fundos referenciados em mercados de derivativos deve se limitar a operações que tenham a finalidade de proteger posições à vista do fundo (artigo 94 da Instrução CVM nº 409/2004).

Os Fundos de Renda Fixa¹⁵³ são aqueles que possuem como principal fator de risco a variação da taxa de juros doméstica ou a variação de índice de preços, sendo estes dois referenciais passíveis de acumulação. É preciso que, ao menos, 80% dos ativos estejam atrelados a quaisquer destes fatores de risco (artigo 95 da Instrução CVM nº 409/2004).

Os Fundos Cambiais¹⁵⁴ caracterizam-se pelo fato de terem, no mínimo, 80% dos ativos da carteira atrelados à variação de preços de moeda estrangeira ou a variação de cupom cambial (artigo 95-A da Instrução CVM nº 409/2004).

Já nos Fundos de Ações¹⁵⁵, o principal fator de risco é a variação de preços das ações admitidas à negociação em bolsa ou em mercado de balcão organizado. Do patrimônio líquido dos fundos de ações, 67% deve estar concentrado em ações, em bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações, em cotas de fundos de ações e cotas dos fundos de índice de ações e em *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs) de níveis II e III. O restante do patrimônio líquido pode ser composto de quaisquer outros ativos (artigo 95-B da Instrução CVM nº 409/2004).

Os Fundos de Dívida Externa¹⁵⁶ possuem, pelo menos, 80% da

153 Conforme as estatísticas da CVM, o número de Fundos Renda Fixa aumentou entre março de 2005 e maio de 2006, de 921 para 963. Em abril de 2007, este número decaiu para 906 fundos, voltando a crescer para 1.137 fundos em novembro de 2010.

154 De acordo com os dados da CVM, o número de Fundos Cambiais sofreu uma diminuição entre março de 2005 e abril de 2007, de 62 fundos para 50, sendo que em novembro de 2010 este número caiu para 26 fundos.

155 Conforme levantado pela CVM, o número de Fundos Ações aumentou de 433 fundos, em março de 2005, para 586 fundos, em abril de 2007. Em novembro de 2010 este número subiu consideravelmente para 1.148 fundos.

carteira composta por títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União. O percentual excedente pode ser aplicado em outros títulos de crédito transacionados no mercado internacional, desde que o total de emissão de uma mesma pessoa jurídica não exceda 10% do patrimônio líquido do fundo. Este excedente também pode ser mantido em conta de depósito em nome do fundo, no país ou no exterior, observado o limite de 10% do patrimônio líquido, ou ser aplicado em operações com derivativos no mercado nacional e internacional, exclusivamente para fins de *hedge*. No caso de mercado de derivativos nacional, as operações devem ser realizadas com títulos de dívida externa de responsabilidade da União (artigo 96 da Instrução CVM nº 409/2004).

Os Fundos Multimercado¹⁵⁷ são aqueles que têm políticas de investimento diversificadas, abrangendo vários fatores de risco, sem concentração em nenhum fator em especial. Tais fundos podem ter até 20% de seu patrimônio líquido aplicados em ativos no exterior, desde que assim autorizado pelo regulamento (artigo 97 da Instrução CVM nº 409/2004).

Além destes, há os chamados fundos para investidores qualificados. Estes fundos destinam-se exclusivamente a alguns investidores que aceitam maiores riscos, dado seu conhecimento do mercado e a experiência que possuem¹⁵⁸. A Instrução CVM nº 409/2004 elegeu,

156 Os estudos da CVM apontam para uma oscilação no número de fundos Dívida Externa no período compreendido entre março de 2005 e abril de 2007. Houve um crescimento do número de fundos entre março de 2005, quando existiam 57 fundos desta natureza, e janeiro de 2006, data em que se contava 65 fundos. De janeiro de 2006 a abril de 2007, o número de fundos Dívida Externa caiu de 65 para 51, diminuindo ainda mais em novembro de 2010, quando chegou ao número de 10 fundos.

157 O número de Fundos Multimercado aumentou de 1.093, em março de 2005, para 1.148, em março de 2007, tendo crescido para 2.408 em novembro de 2010, conforme indicam as estatísticas da CVM.

158 Com relação aos fundos destinados aos investidores qualificados, confira-se o entendimento da CVM: "A Instrução 409 é dirigida a uma indústria de fundos de investimento na qual, em regra, o administrador, quase sempre ligado a conglomerado financeiro ou usando a rede de distribuição bancária, oferece cotas de fundos em massa, visando a atingir um grande número de cotistas, que aderem aos termos contratuais com pouca reflexão. Nesses casos, a intervenção estatal, através do regulador, tem se dado predominantemente para assegurar (i) a qualidade da informação tornada disponível ao investidor, (ii) a limitação da concentração em emissores e em certos ativos; (iii) o impedimento de práticas que

em seu artigo 109, como investidores qualificados as instituições financeiras, as companhias seguradoras e sociedades de capitalização, as entidades abertas e fechadas de previdência complementar, as pessoas físicas ou jurídicas detentoras de investimentos financeiros superiores a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais), que atestem, por escrito, sua condição de investidor qualificado, os fundos de investimento destinados a investidores qualificados, os administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios e os regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.

Em virtude de ser composto exclusivamente de investidores qualificados, os fundos desta espécie, ao contrário dos demais, podem dispensar a elaboração de prospecto, cobrar taxas de administração e de *performance*, estabelecer prazos diversos dos fixados pela Instrução para conversão de cota e pagamento de resgate, bem como admitir a utilização de títulos e valores mobiliários na integralização e resgate de cotas (artigo 110 da Instrução CVM nº 409/2004).

O fundo para investidores qualificados criado para receber aplicações de um único cotista é denominado Fundo Exclusivo (artigo 111-A da Instrução CVM nº 409/2004).

i) Os fundos de investimento com regulação própria

Existem diversas espécies de fundos de investimentos, de acordo com a composição de suas carteiras, tendo cada um deles características próprias e sendo regulados por normas específicas, excluindo-se, portanto, da disciplina da Instrução CVM nº 409/2004.

possam permitir a obtenção de vantagens a alguns cotistas em detrimento de outros; e (iv) a manifestação de vontade específica e destacada, quanto a fundos de maior risco ou de padrão substancialmente diferente do padrão médio do mercado. Mas a própria Instrução 409, em diversos momentos, permite que, em se tratando de fundos destinados a investidores qualificados (como são necessariamente os fundos exclusivos), seja afastada a incidência de certas normas estabelecidas para os fundos de investimento em geral. São diversas as exceções criadas pela Instrução, seja em regras esparsas, seja no art. 110, que elenca hipóteses de exceção. Assim, no caso de fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados, algumas regras relativas à qualidade da informação são afastadas pela Instrução 409" (Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2005/9245, Rel. Dir. Marcelo Fernandez Trindade, j. 16.01.2007).

O artigo 1º da Instrução CVM nº 409/2004 lista os fundos excluídos de seu âmbito de aplicação, dentre os quais destacam-se os Fundos de Investimento em Participações (FIP); os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC); e os Fundos de Investimento Imobiliário (FII).

i.1) O Fundo de Investimento em Participações (FIP)

O Fundo de Investimento em Participações (FIP), regulado pela Instrução CVM nº 391/2003, constitui modalidade de fundo de investimento fechado destinado à aplicação em ações, debêntures, bônus de subscrição e demais títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações. Este fundo deve participar do processo decisório da companhia investida, seja através da detenção das ações integrantes do bloco de controle, seja por meio de acordo de acionistas ou de qualquer outro acordo que assegure o exercício de efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão da companhia, com a indicação de membros do Conselho de Administração (artigo 2º da Instrução CVM nº 391/2003).

Os FIPs podem, inclusive, participar de companhias fechadas, desde que estas adotem as seguintes práticas de governança corporativa: (i) proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência destes títulos em circulação; (ii) mandato unificado de um ano para todos os membros do Conselho de Administração; (iii) adesão à arbitragem como forma de mediação de conflitos; (iii) realização de auditoria anual através de auditores independentes; (iv) disponibilização de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de compra de ações ou de outros valores mobiliários de emissão da investida; e (v) no caso de abertura de capital, assunção do compromisso de ingresso em segmento especial de bolsa de valores ou de mercado de balcão que mantenha níveis diferenciados de governança corporativa (§ 4º do artigo 2º da Instrução CVM nº 391/2003).

A adesão ao FIP é realizada mediante a subscrição de cotas sob a forma nominativa e a assinatura de Instrumento Particular de Compromisso de Investimento (artigo 20 e § 1º do artigo 22 da Instrução CVM nº 391/2003). As cotas não estão sujeitas ao resgate, sendo que a emissão de novas cotas depende de prévia autorização da CVM (§ 2º do artigo 7º e artigo 24 da Instrução CVM nº 391/2003).

Os FIPs são administrados por pessoa jurídica autorizada a funcionar como administradora de carteira de valores mobiliários. A admi-

nistração e a gestão do fundo podem ser exercidas pela mesma pessoa ou por pessoas distintas, caso em que a gestão será atribuída a terceiros (artigo 9º da Instrução CVM nº 391/2003).

Ao administrador do fundo são conferidos poderes, delegáveis também ao gestor, para exercer todos os direitos oriundos dos valores mobiliários integrantes da carteira, inclusive os de voto e de ação (artigo 10 da Instrução CVM nº 391/2003).

O administrador de FIPs possui os seguintes deveres: I — manter, a suas expensas, atualizados e em perfeita ordem, por 5 (cinco) anos após o encerramento do fundo: (a) os registros de cotistas e de transferências de cotas; (b) o livro de atas das assembleias gerais; (c) o livro de presença de cotistas; (d) o arquivo dos pareceres dos auditores; (e) os registros e demonstrações contábeis referentes às operações realizadas pelo fundo e seu patrimônio; (f) a documentação relativa às operações do fundo; II — receber dividendos, bonificações e quaisquer outros rendimentos ou valores atribuídos ao fundo; III — custear, a suas expensas, as despesas de propaganda do fundo; IV — pagar, a suas expensas, eventuais multas cominatórias impostas pela CVM, nos termos da legislação vigente, em razão de atrasos no cumprimento dos prazos previstos na Instrução CVM nº 391; V — elaborar, junto com as demonstrações contábeis semestrais e anuais, parecer a respeito das operações e resultados do fundo, incluindo a declaração de que foram obedecidas as disposições desta Instrução e do regulamento do fundo; VI — fornecer aos cotistas que, isolada ou conjuntamente, sendo detentores de pelo menos 10% (dez por cento) das cotas emitidas, assim requererem, estudos e análises de investimento, elaborados pelo gestor ou pelo administrador, que fundamentem as decisões tomadas em assembleia geral, incluindo os registros apropriados com as justificativas das recomendações e respectivas decisões; VII — se houver, fornecer aos cotistas que, isolada ou conjuntamente, sendo detentores de pelo menos 10% (dez por cento) das cotas emitidas, assim requererem, atualizações periódicas dos estudos e análises elaborados pelo gestor ou pelo administrador, permitindo acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis ações que maximizem o resultado do investimento; VIII — no caso de instauração de procedimento administrativo pela CVM, manter a documentação referida no inciso I deste artigo até o término do mesmo; IX — exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos inerentes ao patrimônio e às atividades do fundo; X — transferir ao fundo qualquer